

LA GESTION DES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE

par la Caisse Autonome d'Amortissement

Les Bons à deux ans
et le Marché Monétaire

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 3 décembre 1935, à 14 heures.

PAR

G. VERDEIL

Président: M. Jean LESCURE, Professeur

<i>Suffragants</i> {	MM. NOGARO, PIROU.	{ <i>Professeurs</i>
----------------------	-----------------------	----------------------

LIBRAIRIE
DU

RECUEIL SIREY
(SOCIÉTÉ ANONYME)

22, Rue Soufflot, PARIS (V°)

1935

Verdeil

A



Digitized by the Internet Archive
in 2026

**LA GESTION DES BONS
DE LA
DÉFENSE NATIONALE**

par la Caisse Autonome d'Amortissement

**Les Bons à deux ans
et le Marché Monétaire**

**La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.**

LA GESTION DES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE

par la Caisse Autonome d'Amortissement

Les Bons à deux ans
et le Marché Monétaire

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 3 décembre 1935, à 14 heures.

PAR

G. VERDEIL

Président: M. Jean LESCURE, Professeur

<i>Suffragants</i> {	MM. NOGARO, PIROU.	{ <i>Professeurs</i>
----------------------	-----------------------	----------------------

LIBRAIRIE
DU

RECUEIL SIREY
(SOCIÉTÉ ANONYME)

22, Rue Soufflot, PARIS (V^e)

1935



INTRODUCTION

Pour faire face aux besoins nouveaux, nés d'une situation exceptionnelle, qui menaçait de se prolonger au-delà du terme qu'on avait cru pouvoir lui assigner, le Gouvernement dut, dès les premières semaines de la guerre de 1914, chercher des ressources qui fussent à la fois très abondantes, très rapidement mises à sa disposition, très fréquemment renouvelables. Or, par le jeu des conventions secrètes passées dès le temps de paix avec la Banque de France, celle-ci avait dès le début du mois d'août fourni un effort très considérable et on ne pouvait sans danger lui demander de multiplier ses avances ; il était d'autre part difficile de lancer un emprunt à long terme avant l'absorption complète des titres de l'emprunt 3 1/2 % amortissable émis au mois de juillet précédent par l'intermédiaire des banques et qui n'étaient pas encore classés dans le portefeuille des épargnants ; quant aux impôts, les lois votées en avril-juillet 1914, et portant création d'impôts cédulaires (impôt foncier et impôt sur le revenu des valeurs mobilières) et de l'impôt complémentaire sur le revenu global ne devaient recevoir un commencement d'exécution qu'à partir du 1^{er} janvier 1915 ; d'autre part, le rendement des impôts existants ne manquerait pas d'accuser bientôt, du fait du ralentissement considérable de la vie économique, un fléchissement sensible que de simples augmentations de taux ne

suffiraient pas à compenser. Une seule possibilité s'offrait au Gouvernement : demander davantage à l'emprunt à très court terme, en élevant le plafond d'émission des Bons du Trésor ; encore n'était-ce là qu'une étape : malgré l'élévation du plafond de 600 à 940 millions (1^{er} septembre) précédée d'une élévation des taux (19 août), la circulation des Bons diminuait rapidement : elle tombait à 350 millions au début de septembre. Jusqu'alors, en effet, les Bons du Trésor, à peu près inconnus du grand public, étaient souscrits par les établissements de crédit, les compagnies de chemins de fer, les grandes entreprises industrielles et commerciales qui recherchaient pour leurs fonds disponibles un emploi temporaire fructueux. Les circonstances ne permettaient plus d'attendre de ces puissants souscripteurs une aide aussi efficace qu'auparavant. Il fallait élargir sans retard la clientèle des prêteurs et rechercher des souscriptions qui seraient peut-être très modestes, mais assez nombreuses et assez renouvelées pour être vraiment utiles. Le Gouvernement comprit vite cette nécessité et l'étendue du secours que pourraient lui porter les économies enfouies dans d'innombrables bas de laine : par le décret du 13 septembre 1914, il créait un nouveau type de bon à très court terme, dit Bon de la Défense Nationale — suivant l'heureuse formule lancée par M. Neymarck dans son journal *Le rentier* (n° du 17 août).

Le Bon se caractérisait par son montant peu élevé (coupures de 100, 500, 1.000 fr.), sa courte durée (1, 3, 6, 12 mois) et ses facilités de souscription par l'intermédiaire des comptables directs du Trésor, des receveurs des administrations financières et des receveurs des Postes. Cette forme particulière d'emprunt était bien de nature à sé-

duire les petits épargnants des villes et la grande masse rurale, qui ont une prédilection pour les opérations simples, faciles et sûres : le succès répondit largement aux espérances du Gouvernement. Les émissions, dont le plafond, fixé à l'origine dans les lois de crédits, varia, après 1915, suivant les nécessités, se succédèrent rapidement ; en 1917, aux heures les plus incertaines de la guerre, elles fournissaient une ressource nette de près de 7 milliards. Spontanée à l'origine — car le Gouvernement n'avait pas fait appel en vain au patriotisme de ceux qui, à l'arrière, ne pouvaient servir qu'avec leur argent — plus réfléchie et moins désintéressée à mesure que les événements se précisaient et que se dessinait l'issue du conflit, la confiance des souscripteurs ne se démentit à aucun moment et elle fut pour ceux qui assumaient la lourde charge des affaires publiques un appoint d'une incontestable utilité. Comme devait l'écrire plus tard le président Ribot — le Père des Bons — : « Les Bons de la Défense Nationale ont été l'un des plus grands ressorts de nos finances de guerre et leur succès, qui a dépassé toutes les prévisions est un des traits les plus originaux de l'histoire de ces dernières années »¹.

Mais, moyens exceptionnels d'une période exceptionnelle, il eut été normal que les bons disparussent — sinon brusquement, du moins par résorption progressive — avec les circonstances qui les avaient fait naître. Sans doute, le Gouvernement avait-il à faire face, dès la fin du conflit, à de nouvelles dépenses, qui revêtaient elles aussi un caractère extraordinaire : ruines à relever, justes indemnités à payer, dettes de guerre à liquider et

1. Lettres à un ami — IV.

dont il fallait faire l'avance en attendant que le vaincu en fit lui-même les frais. Mais rien ne s'opposait plus au retour des saines méthodes : le recours à l'impôt redevenait possible par la reprise accélérée de la vie économique, et indispensable si on voulait maintenir dans des limites raisonnables le volume, déjà impressionnant, de la dette publique. Pourtant, on ne se résolut pas à demander au pays un effort fiscal qu'il aurait certainement consenti. On continua à vivre au jour le jour, en empruntant comme en pleine guerre. Loin de se tarir, les émissions de Bons, que certains publicistes appelaient maintenant « Bons de la Restauration Nationale » se succédaient à une cadence rapide : pour la seule année 1919, elles dépassaient 23 milliards. Aussi, dès 1923, pouvait-on entrevoir la catastrophe financière qu'entraînerait nécessairement tôt ou tard la persistance des solutions paresseuses, et en particulier l'accroissement démesuré de la dette flottante. Bientôt, l'aggravation de la situation budgétaire donnait prise aux attaques contre la monnaie nationale, et contribuait aux larges oscillations des changes, tandis qu'à l'intérieur les porteurs de Bons, mettant pour la première fois en doute la solvabilité de leur débiteur, demandaient le remboursement de leurs fonds ; dès la fin de 1924 et à plusieurs reprises au cours de 1925, le montant des remboursements excédait largement le montant des souscriptions. Dans les premiers mois de 1926, la Trésorerie, écrasée sous le poids d'une dette énorme, remboursable dans un très court délai, étant incapable de faire face à ses engagements, le crédit de l'Etat était au bord de l'abîme.

La réaction devant le péril fut rapide et efficace. Après une tentative malheureuse en avril 1926, pour

remettre en mouvement la Caisse d'Amortissement¹ depuis longtemps en sommeil, le Gouvernement, accédant au désir maintes fois exprimé par les milieux politiques et financiers se résolut à convoquer un comité de personnalités compétentes, spécialistes des questions monétaires et financières, et capables, après avoir diagnostiqué le mal, d'indiquer en toute objectivité les moyens de le combattre. Créé par le décret du 31 mai 1926, le Comité des Experts se mit aussitôt au travail et, dès le 3 juillet suivant, il déposait un rapport² aussi complet et aussi documenté que possible, dans lequel il s'était efforcé « de dégager les caractéristiques essentielles de la situation et de présenter un ensemble cohérent et ordonné de recommandations »³.

Parmi celles-ci — et inséparables des autres — (« Le rapport forme un tout »)⁴ celles qui avaient trait à l'état de la Trésorerie n'étaient ni les moins pressantes ni les moins justifiées : « L'attention du Comité s'est portée tout particulièrement sur la situation de la Trésorerie, dont les embarras sont à l'origine d'une grande partie de nos difficultés »⁵. En ce qui concernait plus particulièrement les Bons de la Défense Nationale, le Comité, après avoir montré les causes de non-renouvellement, « appréhensions de natures diverses, besoins

1. Loi de finances du 29 avril 1926, art. 170 à 180. Dès 1920, avait été déposée sur le bureau du Sénat une proposition de loi tendant à la réorganisation de la Caisse d'Amortissement (Proposition Doumer-Chéron-Clémentel). D'autres propositions ou projets furent déposés en 1924 et 1925.

2. Les citations qui en seront faites ici sont extraites du texte intégral du rapport, publié par la *Revue Politique et Parlementaire* dans ses numéros des 10 août et 10 septembre 1926. Ce texte est précédé de la composition du Comité des Experts. Cf. Annexe n° 1.

3. Rapport des Experts. Introduction : travail du Comité.

4. *Ibid.*

5. Rapport des Experts, Cf. Annexe n° 1.

commerciaux », indiquait la politique à suivre pour écarter la menace que leur volume faisait peser sur la Trésorerie. Elle se résumait ainsi : traiter les Bons de la Défense Nationale comme « un legs du passé ». Les Bons seraient séparés de la Trésorerie ; ils seraient gérés jusqu'à extinction par une caisse spécialement créée à cet effet et administrée par la Caisse des Dépôts et Consignations. Le rapport donnait d'ailleurs les règles de cette administration et les directives à suivre dans la gestion des Bons. Ces recommandations reçurent bientôt la consécration législative : par les lois des 7-10 août 1926 était créée la Caisse Autonome de gestion des Bons de la Défense Nationale, d'exploitation industrielle des tabacs et d'amortissement de la Dette publique. Les conditions de fonctionnement de la Caisse furent précisées dans le règlement d'administration publique du 13 août 1926. Elles ne seront pas étudiées ici. On se borne à rappeler que la Caisse est administrée par un Conseil d'administration de 21 membres¹, nommés ou élus pour quatre ans et renouvelés par moitié tous les deux ans. Ce Conseil se subdivise en Comité financier et en Comité technique. Les décisions sont prises par le Conseil d'administration qui peut toutefois déléguer son pouvoir à l'un ou l'autre Comité. D'autre part, en application de l'art. 9 de la loi du 7 août 1926, ce Conseil est tenu de rendre compte, chaque année, de sa gestion au Ministre des Finances par un rapport communiqué aux Commissions financières des deux Chambres et publié au *Journal Officiel*.

La création de la Caisse Autonome marque, dans l'histoire des Bons de la Défense Nationale, une étape capitale : à la période de croissance désordonnée succèdent

1. Voir Annexe n° 3.

l'aménagement rationnel et la régularisation des émissions, à l'incertitude et aux menaces, la stabilité et la sécurité.

Ce sont les raisons de cette évolution dont on se propose de rendre compte ici en étudiant la gestion des Bons de la Défense Nationale par la Caisse Autonome et le rôle économique du nouveau Bon à deux ans que la Caisse a lancé sur le marché en 1927.

On examinera dans une première partie les méthodes suivies, les résultats acquis et leurs conséquences ; cet examen sera moins une énumération chronologique de chacune des opérations de la Caisse (but qui ne pourrait être mieux atteint que par la reproduction pure et simple des rapports annuels) qu'un tableau synthétique de ces différentes opérations et une vue d'ensemble des mesures adoptées par le Conseil d'administration ou le Comité financier de la Caisse.

On recherchera, dans une seconde partie, les particularités du Bon à deux ans, ses différences avec les Bons de l'ancien type, sa nature et son rôle économique. On montrera comment il est devenu rapidement un titre de crédit solide et recherché, grâce surtout à ses facilités de négociation, et à une opération qui, pratiquée sur une grande échelle par la Caisse des Dépôts pour ses emplois à très court terme, a eu ces dernières années une influence sensible sur le marché de l'argent à court terme : la prise en pension des Bons.

Une troisième partie sera consacrée à la tenue des Bons à deux ans au cours des crises politiques ou financières récentes, plus spécialement au cours de la crise de trésorerie 1933-34 et au lendemain de la nouvelle politique de crédit pratiquée par la Banque de France de-

puis le mois de février 1935 ; on pourra ainsi comparer les opérations de pensionnement pratiquées par la Caisse des Dépôts et les opérations similaires de notre Institut d'émission.

En manière de conclusion, on posera quelques problèmes concernant l'avenir des Bons (consolidation, placement dans le public), et on envisagera les conditions de l'action future de la Caisse Autonome, action qui ne doit être ni moins opportune, ni moins efficace qu'elle ne l'a été depuis 1926.

PREMIÈRE PARTIE

La gestion des Bons de la Défense Nationale par la Caisse Autonome

CHAPITRE PREMIER

LA SITUATION AU 30 SEPTEMBRE 1926

I. Les charges imposées à la Caisse Autonome

La mission essentielle de la Caisse est la gestion des Bons de la Défense Nationale et des Bons du Trésor ordinaires à moins d'un an en circulation à la date du 30 septembre 1926. Le montant de ces Bons qui, de 23,8 milliards en 1920, était passé à 58,5 milliards en 1921, avait été ramené en 1924 et 1925 aux environs de 52 milliards. Le 1^{er} octobre 1926, date de la prise en charge des Bons par la Caisse Autonome, il s'élève à 48.167.875.800 fr. et il se décompose comme suit :
1.312.013.400 fr. de Bons ordinaires du Trésor à moins d'un an,
46.855.862.400 fr. de Bons de la Défense Nationale proprement dits,

dont 34.196.000.000 de Bons à 1 an

4.337.000.000 de Bons à 6 mois

3.454.000.000 de Bons à 3 mois

4.869.000.000 de Bons à 1 mois.

Il représente effectivement la dette flottante, issue de la guerre, le « legs du passé » dont avaient parlé les Experts : il ne comprend ni les obligations ou Bons à

plus d'un an, ni les Bons ordinaires du Trésor à moins d'un an à émettre ultérieurement.

Ces Bons que la Caisse doit gérer constituent pour la Trésorerie une double menace : d'une part, les échéances mensuelles sont très lourdes (7 à 8 milliards) et très irrégulièrement aménagées ; les taux d'émission sont élevés ; ils vont de 3,60 % pour les Bons à un mois à 6 % pour les Bons à un an ; d'autre part, le Trésor est toujours à la merci d'une demande massive de remboursement, comme ce fut le cas au cours des deux années précédentes ; c'est que les Bons, fragmentés en d'innombrables petites coupures, sont alors détenus par une très vaste clientèle, d'autant plus impressionnable qu'elle est plus mal informée et qui, aux approches d'une crise politique ou financière, par un réflexe naturel, se précipite aux guichets de l'Etat pour retirer l'argent qu'elle lui avait confié. Dans le plus bref délai possible, cette double menace doit être écartée par la Caisse.

Les opérations à entreprendre sont de deux ordres : d'abord rendre immédiatement confiance aux porteurs de Bons en leur donnant la certitude que le service des intérêts, le remboursement ou le renouvellement des Bons arrivés à échéance seront normalement et librement assurés ; ensuite, ou plutôt du même coup, mettre à profit la confiance restaurée pour préparer un avenir moins instable et moins dangereux pour le crédit de l'Etat, en dégageant progressivement la Trésorerie de ses charges passées et en lui rendant ainsi l'aisance et la liberté de mouvement nécessaires à la saine exécution des budgets présents et futurs. L'art. 5 de la loi du 7 août 1926 a fixé à 49 milliards le montant maximum de la circulation des Bons gérés par la Caisse (avec possibilité de dépassement dans la limite de 6 %) ;

mais, en vertu du même article, ce montant devant être abaissé chaque année du montant des Bons amortis, on peut prévoir que la gestion des Bons par la Caisse devra aboutir tôt ou tard à leur disparition complète.

Le but à atteindre et les étapes nécessaires sont ainsi nettement indiqués. Les méthodes à suivre ne le sont pas moins. Les Experts, comme le Gouvernement, ont pris énergiquement position contre toute inflation et contre toute mesure tendant à la consolidation forcée de la dette flottante ; cette opération ruinerait définitivement la confiance des créanciers de l'Etat dans leur débiteur défaillant, et on arriverait ainsi à des résultats contraires à ceux que l'on espère. La Caisse devra donc s'en tenir aux indications de la loi et des travaux préparatoires :

« Le Comité estime, lisait-on dans le Rapport des Experts¹, qu'il est absolument indispensable de poursuivre une politique de consolidation volontaire progressive des Bons de la Défense Nationale. A cet effet, il recommande d'offrir aux porteurs, aussitôt que les circonstances paraîtront favorables, un premier emprunt de consolidation qui réponde aux conditions du marché et au légitime désir de sécurité des souscripteurs ». Et la loi du 7 août 1926, qui prévoyait le fonctionnement de la Caisse jusqu'à l'amortissement définitif des Bons pris en charge, donnait à la Caisse la faculté d'émettre des titres de remplacement à plus long terme.

Consolidation progressive et librement consentie par les porteurs de Bons, c'est-à-dire substitution aux Bons très courts de titres plus longs, amortissement, c'est-à-dire annulation de Bons, soit en les admettant comme mode de libération de certains impôts ou taxes, soit en les rem-

1. Rapport des Experts. VI. Trésorerie.

boursant purement et simplement à l'échéance ou par anticipation, telles sont les directives proposées, on pourrait même dire imposées à la Caisse.

II. Les ressources mises à la disposition de la Caisse

L'art. 6 de la loi du 7 août 1926 a fixé l'étendue des moyens mis à la disposition de la Caisse. Ce sont :

1° le produit des recettes des tabacs ;

2° en cas d'insuffisance dudit produit pour assurer le service de l'intérêt des Bons gérés par la Caisse, une annuité budgétaire d'un montant au moins égal à cette insuffisance ;

3° le produit en espèces ou en Bons de la Défense Nationale de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation dont la perception a été autorisée par l'art. 18 de la loi du 3 août 1926 ;

4° le produit en espèces ou en Bons de la Défense Nationale de la taxe successorale et des droits de mutation par décès visés à l'art. 19 de la loi du 3 août 1926 ;

5° tous excédents de recettes sur les dépenses du budget général constatées en clôture d'exercice, qui seront versés à la Caisse dès que les comptes en auront été arrêtés ;

6° les dons et legs faits à la Caisse ;

7° le produit de loteries dont les modalités seront fixées par le Conseil d'administration de la Caisse ;

8° le solde actif que laissera la liquidation de la Caisse instituée par la loi du 28 avril 1816 ;

9° toutes les ressources supplémentaires que les Cham-

bres affecteraient ultérieurement à la dotation de la Caisse.

Les moyens prévus aux § 1 et 2 sont plus spécialement destinés à assurer le service de l'intérêt des Bons ; celui-ci exigeant, pour 49 milliards de Bons au taux moyen de 5,50, une somme d'environ 2.700 millions et les dépenses d'exploitation du monopole des tabacs étant chiffrées à 800 millions, c'est 3.500 millions que la Caisse devra trouver dans l'exploitation de ce monopole. Or cette somme de 3.500 millions représentait précisément le montant de l'évaluation que le Gouvernement comptait inscrire, pour 1927, dans ses prévisions de recettes pour la vente des tabacs.

Les moyens prévus aux autres paragraphes étaient destinés à l'amortissement des Bons. Ils étaient plus aléatoires. Le rendement de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation — impôt récent — et des impôts successoraux était fonction de la vie économique au cours des mois à venir ; quant aux excédents de recettes budgétaires, et autres ressources prévues aux § 6, 7, 8, 9 leur ensemble ne devait pas former un montant bien considérable. Aussi le législateur avait-il prévu, à la fin du même art. 6, la possibilité pour la Caisse de se faire consentir des avances et d'émettre des titres gagés, le cas échéant, sur les recettes des tabacs.

Grâce à ces dispositions, la Caisse paraissait pouvoir compter sur des ressources suffisantes. Mais l'œuvre qu'elle allait entreprendre ne se ferait pas en quelques semaines, les opérations conjuguées de consolidation et d'amortissement s'échelonnaient sur plusieurs années, leur rythme serait influencé, accéléré ou ralenti, par les variations de la situation politique ou des conditions du marché financier. Il était donc indispensable que la Caisse fût assurée que ses ressources ne seraient

pas sans cesse remises en question, et qu'elle ne serait pas peu à peu dépouillée de ses réserves ou de sa masse de manœuvre pour parer à un déficit du budget ou couvrir les frais d'une dépense extraordinaire. En vue d'écarter ce danger, le Gouvernement avait jugé opportun d'entourer de garanties spéciales l'indépendance de la Caisse et l'affectation d'une partie importante de ses ressources. Convoquée d'urgence, l'Assemblée Nationale vota, à une grosse majorité (671 voix contre 144) le projet qui lui était soumis et qui devint la loi constitutionnelle du 10 août 1926. Celle-ci consacrait l'autonomie de la Caisse et lui affectait, jusqu'à l'amortissement complet des Bons de la Défense Nationale et des titres de remplacement créés par elle :

1° les recettes nettes de la vente des tabacs ;

2° le produit de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation, le produit des droits de succession, et les contributions volontaires.

Elle prévoyait aussi que le produit de ces ressources au cours du premier exercice constituerait la dotation annuelle minimum de la Caisse et qu'en cas de diminution ultérieure desdites ressources, un crédit au moins égal à cette insuffisance serait inscrit au budget.

Sans doute les Chambres conservaient-elles le droit de fixer, suivant la procédure législative normale, le taux des impôts précités et pouvaient-elles ainsi compliquer la tâche de la Caisse en diminuant, par le vote de réductions d'impôts ou de dégrèvements, le volume de cette catégorie de ressources. Mais il était important que le principe même de l'affectation et de la dotation minimum échappât aux discussions ordinaires et qu'on ne pût revenir sur l'opportunité de son application que par la

procédure assez exceptionnelle de la revision constitutionnelle. Comme l'avait fait ressortir l'exposé des motifs de la loi du 7 août 1926¹, cette garantie constitutionnelle n'était pas seulement « symbolique » et utile du point de vue psychologique dans la mesure où elle contribuerait au raffermissement de la confiance ; elle était encore « financièrement indispensable » si on ne voulait pas que des votes partiels ou des amendements démagogiques vinssent annihiler un à un les efforts de la Caisse.

Ces moyens, ajoutés les uns aux autres, étaient-ils proportionnés aux charges imposées à la Caisse ? Le Gouvernement l'avait affirmé, dans l'exposé des motifs de la loi du 7 août, et les rapporteurs, à la Chambre et au Sénat, avaient également admis que les ressources de la Caisse paraissaient suffisantes. Il faut remarquer aussi qu'au cours des débats qui précédèrent le vote des lois des 7 et 10 août, les critiques avaient moins porté sur l'exactitude des évaluations du Gouvernement ou des Commissions des finances que sur la légitimité ou l'opportunité des mesures prises.

Ainsi donc la Caisse semblait pouvoir justifier les espoirs que sa création avait fait naître et entreprendre dans des conditions satisfaisantes l'accomplissement de sa mission. Dans une phrase de l'exposé des motifs précité, le Gouvernement avait traduit le sentiment général : « La création de la Caisse Autonome, dotée de ressources sûres, marquée du caractère solennel d'autonomie que lui conférera le vote de l'Assemblée Nationale représentera pour le Trésor Public la fin d'une période d'incertitudes perpétuelles ».

1. *Journal Officiel, Documents Parlementaires* 1926, Chambre, *Annexe* 3287.

Il convient d'ailleurs d'ajouter que la Caisse allait profiter pour ses opérations initiales de l'incontestable amélioration des conditions politiques et financières due au redressement entrepris dès le mois de juillet 1926 par le Gouvernement d'Union Nationale. Bien que purement moral, cet appoint n'était pas négligeable.

CHAPITRE II

LES OPÉRATIONS DE LA CAISSE AUTONOME AU COURS DE LA PÉRIODE 1926-1935

Se libérer de la menace d'échéances massives et trop rapprochées, réduire les charges résultant de la cherté des taux pratiqués et du grand volume des Bons en circulation, tout en contribuant à l'assainissement du marché de l'argent à très court terme et à l'abaissement du taux de l'intérêt, tels sont, dans l'ordre d'urgence, les buts à atteindre. Mais les opérations nécessaires pour y parvenir sont solidaires ; elles s'enchaînent logiquement et c'est seulement pour la commodité et la clarté de l'exposition qu'elles apparaissent distinctes les unes des autres dans les rapports annuels adressés au Ministre des Finances par le Conseil d'administration de la Caisse. On retrouve, en effet, dans la première partie de chacun de ces rapports, consacrés à la gestion des Bons, les trois rubriques suivantes : la charge des échéances, la charge des intérêts, le maximum de la circulation.

On s'en tiendra au plan ainsi esquissé pour dresser le tableau d'ensemble des mesures prises par la Caisse Autonome depuis son fonctionnement jusqu'au début de la présente année et pour en dégager les résultats essentiels.

On mentionnera toutefois dans un premier paragraphe les opérations préliminaires de la Caisse en vue de la constitution du fonds de roulement nécessaire pour la réussite de ses premières entreprises.

I. Constitution du fonds de roulement. L'emprunt du 7 octobre 1926.

Pour être efficace, l'action de la Caisse doit être immédiate ; elle exige donc une masse de manœuvre disponible dans un très court délai, et grâce à laquelle la Caisse pourra se constituer, pour l'avenir, une encaisse liquide importante. Dans un article intitulé « Le redressement du crédit en France et en Angleterre » paru dans la *Revue Economique Internationale* (octobre 1926), M. le Professeur Lescure, après avoir montré que la crise de 1925 était surtout une crise psychologique, provoquée par les menaces de consolidation forcée et de moratoire des Bons, insistait sur cette nécessité :

« La Caisse, qui a désormais la charge de ces dépôts à terme, que sont les Bons¹, doit constituer, avec les ressources d'impôts dont elle est dotée, une encaisse d'argent liquide analogue à l'encaisse d'une banque de dépôt. Elle pourra alors non seulement affirmer qu'elle remboursera à leurs échéances ses Bons, mais elle disposera des moyens nécessaires pour tenir ses engagements ».

Or, à la date du 1^{er} octobre 1926, si la Caisse est théoriquement dotée de ressources importantes, celles-ci, selon l'expression du Conseil d'administration², sont encore

1. Cf. Deuxième partie, Ch. II.

2. Rapport sur les opérations de la période 1^{er} octobre 1926-31 décembre 1927.

« en expectative ». En fait de ressources liquides, immédiatement disponibles, elle dispose simplement d'une provision de 203.288.107 fr. 08, constituée par le montant des contributions volontaires encaissées à la date du 30 septembre 1926 (135.288.107 fr. 08) et par le versement d'un acompte de 68 millions versés par le Trésor sur le solde de l'ancienne Caisse d'Amortissement. Cette provision est notoirement insuffisante. Dans leur rapport, les Experts, en vue d'assurer, dès l'origine, à la Caisse de gestion des Bons des liquidités substantielles, avaient préconisé des emprunts à très long terme sur les grandes places internationales et le reversement par l'Etat à la Banque de France des devises étrangères ainsi obtenues, à charge pour la Banque d'ouvrir à la Caisse un crédit spécial jusqu'à concurrence de 4 milliards. Le législateur n'ayant pas repris à son compte cette manière de voir¹, c'est par ses seuls moyens que la Caisse doit agir. Usant de la faculté que lui accordait l'art. 6 de la loi du 7 août d'émettre des titres gagés, le cas échéant, sur les recettes des tabacs, le Conseil d'administration lance, le 7 octobre 1926, un emprunt de 3 milliards d'obligations à long terme, celles-ci ne pouvant être souscrites que contre remise de Bons de la Défense Nationale. Ces obligations amortissables en 40 ans au maximum, comportant un intérêt fixe de 6 % plus un revenu variable de 50 centimes par an et par obligation pour chaque excédent annuel de 100 millions du montant des ventes de tabacs sur un produit fixe de 2 milliards — ce revenu variable ne pouvant être inférieur à 5 fr. pour une année —

1. Dans l'article ci-dessus cité de la *Revue Economique Internationale*, M. le Professeur Lescure avait souligné l'inefficacité de recours à l'emprunt étranger pour assurer la Trésorerie des Bons.

constituaient un placement très avantageux, les conditions de remboursement étant elles-mêmes assez favorables aux souscripteurs, puisque le prix de remboursement serait augmenté, par rapport au capital nominal, d'une prime ne pouvant en aucun cas être inférieure à 100 fr. par obligation et égale à 5 fr. par obligation pour chaque excédent de 100 millions du montant des ventes de tabacs sur le produit fixe de 2 milliards ci-dessus mentionné. Le succès de cet emprunt est rapidement acquis : à la clôture, le 15 octobre, c'est-à-dire en une semaine, 3.013 millions de Bons de la Défense Nationale ont été échangés contre les obligations à long terme proposées par la Caisse.

Le résultat atteint est double : d'une part, la consolidation de 3 milliards de Bons rend possible, à la date du 1^{er} janvier 1927, un abaissement sensible du volume des Bons en circulation puisque le maximum de la circulation doit être abaissé chaque année du montant des Bons amortis ; d'autre part, en asseyant son crédit et en mettant à profit les bonnes dispositions d'une clientèle qui a repris confiance, la Caisse provoque de nombreuses souscriptions aux Bons de la Défense Nationale ; le montant des émissions dépasse bientôt celui des remboursements, contrairement à ce qui s'était passé au cours du printemps et de l'été précédents ; au 31 décembre 1926, le montant des Bons en circulation atteint 49.325 millions contre 48.168 millions au 1^{er} octobre. Cet excédent d'émissions fournit à la Caisse la provision dont elle a besoin : dès les premiers jours de décembre elle dispose de 2.893 millions dont 1.693 millions à la Banque de France et 1.200 millions au Trésor Public.

Le fonds de roulement ainsi constitué, les premières décisions importantes interviennent aussitôt.

II. La charge des échéances

La Caisse poursuit un double but : alléger les échéances par la réduction du volume des Bons en circulation, les régulariser par une répartition judicieuse, rationnellement dirigée, des émissions. A cet effet, elle entreprend simultanément diverses sortes d'opérations qu'on peut classer sous les rubriques suivantes :

A. Suppression des Bons à très court terme et émission de nouveaux Bons à deux ans d'échéance.

La Caisse, nous l'avons vu, dispose au début de décembre de disponibilités d'environ 3 milliards ; celles-ci lui suffisent pour entreprendre la suppression des Bons à 1, 3, 6 mois puisque le total des Bons, dans chacune de ces catégories, ne dépasse pas 3 à 4 milliards. De là les décisions suivantes prises par le Comité financier :

1. le 10 décembre 1926, limitation aux renouvellements de la souscription aux Bons à un mois ;
2. le 16 décembre 1926, suspension complète de l'émission des Bons à un mois ;
3. le 22 décembre 1926, limitation aux renouvellements de la souscription aux Bons à trois mois ;
4. le 13 janvier 1927, suspension complète de l'émission des Bons à trois mois ;
5. le 29 janvier 1927, suspension complète de l'émission des Bons à six mois.

Par suite de ces différentes mesures, les derniers Bons à un mois viennent à échéance le 10 mars 1927, ceux à trois mois le 13 avril 1927, ceux à six mois le 29 juillet 1927.

Pour les Bons à un an, le problème est plus complexe à cause de l'important volume des Bons de cette caté-

gorie en circulation (34.196 millions au 1^{er} octobre 1926). La solution ne peut intervenir avant que soit solidement assis le crédit de la Caisse, et que soit assuré le succès, dans la clientèle des souscripteurs, des nouveaux Bons à deux ans émis depuis le 1^{er} janvier 1927. C'est seulement le 2 juin 1927 qu'intervient la décision du Comité financier de suspendre l'émission de ces Bons. Bien que les circonstances paraissent favorables, l'opération reste délicate : elle exige, pour être menée à bien, un assez long délai ; elle postule le maintien de bonnes conditions politiques et une tenue régulière du marché ; elle suppose aussi que la Caisse possède des disponibilités suffisantes pour faire face éventuellement à d'importantes demandes de remboursement. Elle se poursuit cependant sur un rythme normal : au 31 décembre 1927, il ne reste plus sur le marché que 18.244 millions de Bons à un an et les disponibilités de la Caisse atteignent environ 7 milliards, qui lui permettraient de faire face, le cas échéant, « à un excédent même considérable des remboursements sur les émissions »¹. Aucun facteur de trouble ou de désordre n'intervenant alors sur le marché, la résorption des Bons à un an s'achève régulièrement le 2 juin 1928 par leur disparition complète : seuls subsistent les Bons à deux ans, dont l'émission a commencé le 1^{er} janvier 1927.

B. Consolidation et amortissement des Bons.

En vue de remplacer un certain nombre de Bons par des titres plus longs et d'en retirer d'autres de la circulation, la Caisse a recours à deux séries de mesures :

a. *Conventions avec le Trésor*². — La Caisse passe avec

1. Rapport sur les opérations de la période 1^{er} octobre 1926-31 décembre 1927.

2. Le texte de ces conventions est publié dans le rapport annuel de l'année correspondante.

le Trésor des conventions autorisant la transformation des Bons en titres à long terme. L'économie de ces conventions est la suivante : le Trésor émet des rentes ou des obligations à long terme et admet, en échange de ces rentes ou obligations, des Bons de la Défense Nationale. La Caisse lui verse les semestrialités ou les annuités nécessaires pour assurer le service de l'intérêt et de l'amortissement des titres émis. Les Bons remis en souscription ne sont d'ailleurs pas tous nécessairement transformés en titres à long terme : la Caisse peut en escompter une partie au Trésor, opération qui permet à celui-ci de recevoir des disponibilités liquides, qui lui sont toujours utiles, et à la Caisse, en annulant les Bons ainsi escomptés, d'abaisser d'autant le volume de la circulation. Trésor et Caisse se réservent en outre de procéder à toute époque à des remboursements par anticipation. Ces conventions sont :

1° *La convention du 1^{er} avril 1927*, qui autorise la conversion de Bons en titres de rente 6 % amortissable, et par suite de laquelle 7.454.955.900 fr. de Bons sont transformés en rentes amortissables en 50 ans.

2° *La convention du 13 juin 1927*, qui autorise la conversion de Bons en obligations du Trésor 6 % amortissables. 1.391.753.800 fr. de Bons sont repris en libération des souscriptions, sur lesquels 1.112.159.200 fr. de Bons à six mois et à un an sont escomptés au Trésor par la Caisse, et 279.594.600 fr. de Bons à deux ans sont transformés en obligations 6 %.

3° *La convention du 30 avril 1928*, consécutive à l'emprunt 5 % 1928, pour lequel les souscriptions en Bons de la Défense Nationale atteignaient 5.321.975.200 fr. Grâce à cette convention 2.472.074.700 fr. sont consolidés

en rentes 5 % amortissables en 75 ans, le surplus étant escompté au Trésor par la Caisse.

b. *Conversion des obligations de la Caisse Autonome 6 % 1926.* — Profitant de l'abaissement continu du loyer de l'argent, la Caisse procède, en février 1929, à la conversion des obligations 6 % qu'elle a émises en 1926 : elle émet ainsi, au taux nominal de 4,50 % des obligations nouvelles, libérables uniquement en obligations 6 % 1926 et en Bons. Toutefois pour éviter l'accroissement de la charge d'intérêts qu'entraînerait une opération de consolidation étendue sur une trop grande échelle et pour se ménager la faculté de profiter ultérieurement d'une nouvelle baisse du loyer de l'argent, la Caisse n'autorise l'échange de Bons contre les obligations 4,50 % que pendant une seule journée. Mais le crédit de la Caisse est alors si solide et ses titres si recherchés qu'au cours de cette seule journée 5.357 millions de Bons sont remis en souscription et consolidés en obligations nouvelles, qui sont amortissables en 40 ans.

Par la combinaison judicieuse de ces mesures, c'est donc un total de plus de 18 milliards de Bons qui, dès le début de 1929 se trouvent consolidés en titres à long terme (50, 75 ou 40 ans). L'échéancier des Bons apparaît alors singulièrement allégé.

On remarque que les opérations de consolidation des Bons cessent en 1929 ; à partir de cette époque, elles deviennent en effet difficilement praticables. D'une part, la Caisse, usant de l'autorisation qui lui a été accordée par l'art. 96 de la loi de finances du 30 décembre 1928, fait porter son effort sur l'amortissement des autres compartiments de la dette publique, dont la charge d'intérêts est très lourde pour le budget. D'autre part,

la persistance sur le marché de l'argent à court terme d'une importante masse flottante de capitaux rend inopportune une réduction trop accélérée du montant des Bons de la Défense Nationale. D'ailleurs les menaces de remboursements massifs sont désormais écartées.

c. *Aménagement de l'échéancier des Bons.* — En vue d'égaleriser dans la mesure du possible le montant des échéances mensuelles, la Caisse règle rationnellement le rythme d'émission des Bons. A cet effet elle prend les dispositions suivantes :

1° *Echelonnement des échéances sur une période de 24 mois* : les derniers Bons à un an ayant complètement disparu au début du mois de juin 1928 et les premiers Bons à deux ans émis en janvier 1927 ne venant à échéance qu'à partir du 1^{er} janvier 1929, la Caisse n'avait à faire face à aucune échéance importante pendant cette période juin-décembre 1928, tout au plus lui restait-il à assurer le remboursement d'un certain nombre de Bons très courts échus depuis plusieurs mois et conservés par leurs détenteurs ; mais le total de ces Bons ne dépassait guère 150 millions et les liquidités de la Caisse étaient suffisantes pour couvrir les frais de l'opération. La Caisse aurait donc pu suspendre les émissions jusqu'au début de janvier 1929 ; mais alors les échéances des Bons à deux ans auraient été réparties sur 18 mois seulement ; d'autre part, la Caisse aurait perdu le contact avec la clientèle des souscripteurs, ce qui ne paraissait pas opportun au moment où ceux-ci commençaient à apprécier et à utiliser les nouveaux Bons à deux ans. Dans ces conditions, la Caisse croit agir au mieux de ses intérêts en poursuivant les émissions au-delà du 1^{er} juin 1928 : celles-ci se succèdent jusqu'en décembre

à la cadence moyenne de 370 millions par mois. Le résultat est double : la Caisse se procure ainsi des disponibilités importantes, supérieures sans doute à ses besoins immédiats mais qui lui permettront, dans les mois suivants, de réaliser un meilleur aménagement de ses échéances mensuelles ; elle a en même temps réparti sur un cycle de 24 mois lesdites échéances, ce qui facilitera ultérieurement leur nivellement.

2^o *Contingentement des Bons* : jusqu'en janvier 1928, aucun plan d'ensemble ne préside aux émissions des Bons ; celles-ci sont aussi irrégulières que les échéances elles-mêmes ; pour remédier à cet état de choses, la Caisse, par l'entremise de son Comité financier, décide ¹, à partir du 1^{er} janvier 1928, de fixer chaque mois pour le mois suivant le montant maximum des Bons susceptibles d'être émis. Ce système d'émissions dirigées lui permet de suivre plus exactement les besoins immédiats du marché : par exemple, en 1930, le plafond des émissions reste assez élevé pour permettre à la Caisse de capter une partie des capitaux flottants qui restent sans emploi sur le marché de l'argent à court terme ; de même en 1932, en prévision des opérations imminentes de conversion des fonds d'Etat. Les effets de ce contingentement apparaissent d'ailleurs dans leurs moindres détails dans les tableaux dressés par la Caisse et qui figurent, depuis 1928, dans chacun des rapports annuels (1^{re} partie, gestion des Bons de la Défense Nationale la charge des échéances).

Substitution aux Bons très courts de Bons à deux ans, consolidation — volontaire et progressive — d'une partie

1. Décision du 12 décembre 1927.

des Bons en circulation, contingentement mensuel des émissions et échelonnement des échéances sur un cycle de deux ans, telles sont donc les mesures prises, les deux premières en vue de réduire le montant et la fréquence des remboursements éventuels, les deux autres, en vue de régulariser et de niveler l'échéancier. Les résultats sont importants et très rapidement obtenus : de 7 à 8 milliards en 1926, les échéances mensuelles tombent à une moyenne de 3.250 millions à la fin de 1927. En 1928, cette moyenne se maintient sensiblement jusqu'en juin, puisqu'il reste alors à faire disparaître 18 milliards environ de Bons à un an, mais les échéances sont nulles de juin à décembre. En 1929, elles sont moins élevées, mais encore assez irrégulières, à cause du renouvellement des premiers Bons à deux ans dont l'émission a dû se faire par paliers: ainsi de 633 millions en janvier, elles passent à 1.120 millions en février et à 2 milliards environ pour les autres mois, soit une moyenne mensuelle de 1.360 millions, ramenée en 1930 à 1.170 millions. Après 1930, cette moyenne mensuelle s'établit comme suit :

1931 :	1.200 millions	(échéance la plus élevée :	1.490 millions).	
1932 :	1.158	—	—	1.521 —
1933 :	1.080	—	—	1.192 —
1934 :	1.270	—	—	1.438 —
1935 :	919	—	—	1.134 —

Du rapprochement de ces chiffres il résulte que dès le début de 1929 le montant des échéances mensuelles est suffisamment abaissé pour que soit définitivement écartée toute menace de remboursements massifs. Au cours des années suivantes, la Caisse se borne à consolider les résultats acquis en réduisant dans la plus grande mesure possible les écarts existant entre les charges de chaque mois.

III. La charge des intérêts

Au 1^{er} octobre 1926, les taux d'émission s'établissent comme suit :

3,60 % pour les Bons à un mois (3,90 ou 4,40 si le Bon est reporté à deux ou trois mois),

5,00 % pour les Bons à trois mois,

5,50 % pour les Bons à six mois,

6,00 % pour les Bons à un an.

Il en résulte une charge annuelle d'intérêts s'élevant en moyenne à 2.700 millions.

Le problème qui se pose pour la Caisse est de concilier l'abaissement de cette lourde charge avec la substitution aux Bons très courts de Bons plus longs ou la consolidation desdits Bons en titres à long terme, qui portent un intérêt plus élevé. En effet, remplacer des Bons rapportant entre 3 et 6 % par un type uniforme à 6 % ou par des rentes ou obligations amortissables en 40 ou 50 ans dont l'intérêt nominal est également de 6 %, mais dont l'intérêt réel oscille entre 6,50 et 8 % et dépasse même 8 %, comme c'est le cas pour les obligations émises en octobre 1926, c'est provoquer une élévation sensible de la charge des intérêts et risquer de perdre ainsi une partie des avantages obtenus par le meilleur aménagement des échéances. En vue d'éviter cette élévation et de garder à son action le maximum d'efficacité, la Caisse a recours à trois procédés :

a. Elle provoque, toutes les fois que les circonstances le permettent, un abaissement du taux d'intérêt des Bons, contrebalançant ainsi la charge supplémentaire

résultant de la transformation des Bons très courts en titres plus longs.

Par exemple, deux mois après la consolidation de 3 milliards de Bons en obligations 6 % 1926, le Comité financier prend la décision de ramener, à partir du 1^{er} décembre 1926, de 3,60 à 3 % le taux d'émission des Bons à un mois (3,30 et 3,40 pour les Bons reportés à deux ou trois mois).

De même, au fur et à mesure de la disparition des Bons très courts, le Comité financier abaisse le taux des Bons plus longs restant sur le marché. Ainsi :

le 16 décembre 1926, la suspension de l'émission des Bons à un mois s'accompagne d'une réduction de taux de :

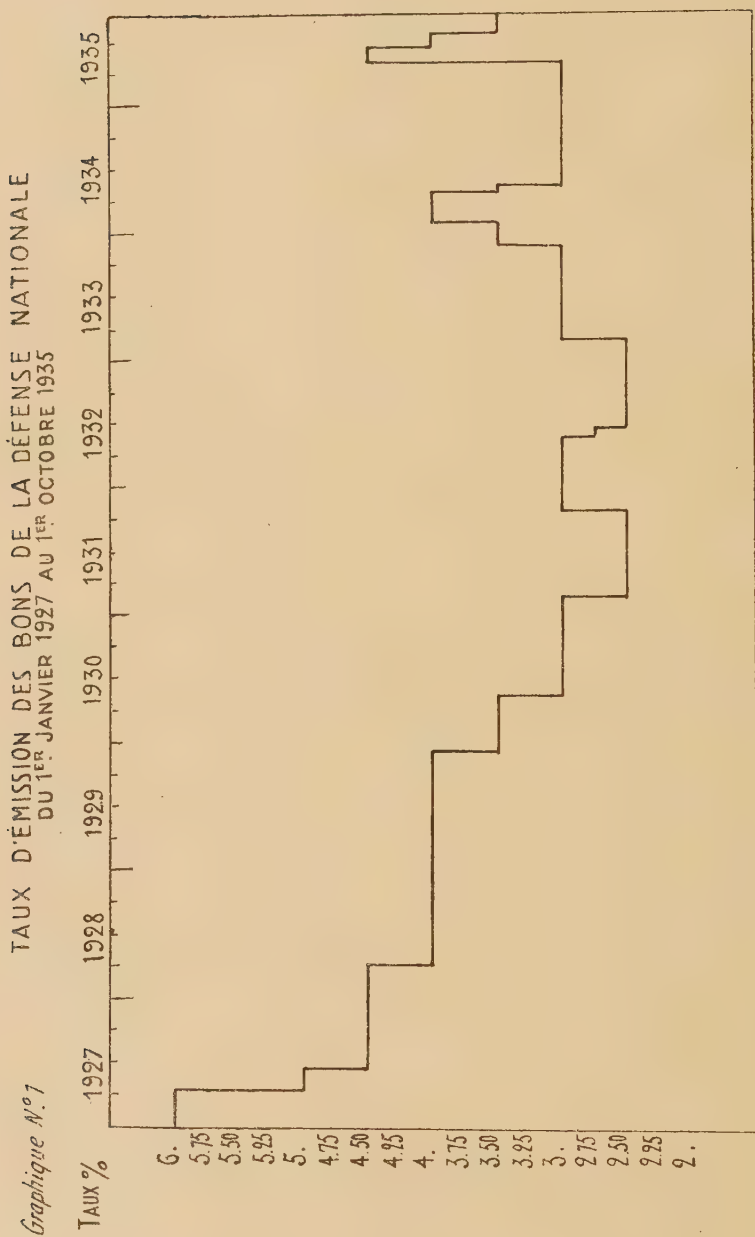
5	à 4 %	pour les Bons à 3 mois
5,50	à 4,50 %	pour les Bons à 6 mois
6	à 5,50 %	pour les Bons à 1 an

le 3 février 1927, la suspension de l'émission des Bons à trois et six mois s'accompagne d'une réduction de taux de 5,50 à 5 pour les Bons à un an. Dans l'intervalle ont d'ailleurs été émis au taux de 6 % les premiers Bons à deux ans.

le 22 juin 1927, c'est-à-dire moins d'un mois après la suspension de l'émission des Bons à un an, le taux des Bons à deux ans est ramené à 4,50.

L'équilibre est ainsi constamment maintenu : à chaque opération dont le résultat pourrait être un accroissement de charges correspond une opération en sens inverse qui fait obstacle à cet accroissement.

La disparition des Bons très courts une fois menée à bien, et les grandes opérations de consolidation terminées, la Caisse poursuit ses efforts pour maintenir le taux des Bons aux cours les plus bas, conciliables toute-



fois avec l'état du marché. Le graphique n° 1 ci-joint fait ressortir les divers taux d'émission des Bons à deux ans depuis le 1^{er} janvier 1927. Les relèvements qui apparaissent en 1932, 1933 et 1935, indépendants de la volonté de la Caisse sont, comme on le verra dans la troisième partie de cette étude, commandés par l'aggravation de la situation politique et financière.

b. Elle limite l'étendue des opérations de consolidation. Le retour de la confiance et le crédit qu'elle s'est rapidement et justement acquis permettraient en effet à la Caisse d'étendre le champ des opérations de cette nature si elle n'avait le souci constant de réduire continuellement la charge des intérêts à servir. Aussi juge-t-elle opportun d'en fixer elle-même les limites, soit en arrêtant d'avance ou en cours d'émission le montant des Bons susceptibles d'être consolidés, soit en remboursant immédiatement au Trésor, par voie d'escompte, une partie des Bons remis en souscription. C'est ainsi que l'emprunt émis au début d'octobre 1926 en vue de la constitution du fonds de roulement est d'avance limité à 3 milliards, bien que les circonstances soient assez favorables pour assurer le succès d'une opération de plus grande envergure, et plus proche de l'évaluation des Experts (4 milliards).

De même, lors de l'émission des obligations 4,50 % 1929, les souscriptions en Bons sont admises pendant une seule journée ; comme elles dépassent 5 milliards, il est permis de penser que sans la restriction imposée par la Caisse, le volume des Bons consolidés eût été plus considérable. Mais le taux des Bons à deux ans étant alors de 4 %, on comprend l'utilité de cette restriction.

D'autre part, lors de l'émission des obligations du

Trésor 6 % 1927, 1.391.753.800 fr. de Bons sont remis en souscription, mais par le jeu de la convention passée le 13 juin entre le Trésor et la Caisse, seuls les Bons à deux ans (279.594.600 fr.) sont consolidés ; le surplus, soit 1.112.159.200 fr., représentés en Bons de six mois et un an est escompté au Trésor, au taux propre à chaque Bon. De même en 1928, lors de l'émission de l'emprunt en rente 5 %, et en application de la convention du 30 avril, 2.849.900.500 fr. de Bons, sur les 5.321.975.200 remis en souscription, sont remboursés au Trésor par anticipation.

Ainsi sont neutralisés les effets d'une consolidation trop poussée.

c. Elle procède à des opérations de conversion sur les titres à long terme émis en échange des Bons consolidés. On a déjà mentionné, dans le paragraphe précédent, la conversion, en février 1929, des obligations 6 % 1926 en obligations nouvelles 4,50 %. Le service de cet emprunt 1926 constituait en effet une charge de plus en plus lourde, l'intérêt et le prix de remboursement des obligations variant en fonction du produit de la vente des tabacs, qui s'était accru d'une manière continue depuis 1926, (le coupon semestriel était passé de 18,50 le 1^{er} avril 1927 à 20,25 au 1^{er} avril 1929).

En 1932, les conversions en rentes 4 1/2 % des rentes et obligations 6 % 1926 et des rentes 5 % 1928, dont le service des intérêts, en application des conventions des 1^{er} avril et 13 juin 1927, et 30 avril 1928, était à la charge de la Caisse, ont comme conséquence un abaissement sensible de la charge des intérêts : alors que pour l'ensemble des titres convertis, la Caisse avait à faire face, en 1931, à une charge d'intérêts de 587 millions, celle-ci

ne s'élève plus, pour le service des rentes 4, 1/2 tranche B 1932 qu'à 427 millions, soit une économie de 160 millions.

Les résultats atteints grâce à l'application de ces diverses mesures apparaissent dans le tableau ci-contre.

Le rapprochement de ces chiffres appelle les remarques suivantes :

En 1927, la disparition des Bons très courts et la consolidation de plus de huit milliards de Bons ne s'accompagnent d'aucune augmentation de la charge des intérêts ; au contraire, grâce aux réductions de taux pratiquées simultanément, la Caisse réalise une économie de 256 millions.

D'autre part, et la même remarque a déjà pu être faite à propos du problème des échéances, les résultats les plus importants sont acquis dans les trois premières années du fonctionnement de la Caisse ; depuis 1929 n'apparaît aucune opération de grande envergure. La Caisse se borne à améliorer progressivement les positions acquises.

Enfin en 1933 apparaît une augmentation importante de la charge d'intérêts des Bons qui remonte de 711 à 926 millions. Ce relèvement est la conséquence de l'augmentation des taux d'émission, qui apparaissent dans le graphique n° 1, et qui sont nécessités par l'évolution de la situation politique et financière.

IV. Le maximum de la circulation

L'action entreprise par la Caisse en vue de réduire progressivement le volume des Bons en circulation, et d'obtenir par là même un meilleur aménagement des

TABLEAU FAISANT RESSORTIR EN MILLIONS DE FRANCS
LA CHARGE GLOBALE D'INTÉRÊTS
CALCULÉE SUR LE CAPITAL REPRÉSENTATIF
DE LA DETTE EXISTANT
AU 31 DÉCEMBRE DE CHAQUE ANNÉE

Années	Charge des intérêts			Différence sur l'année précédente		Diminution totale depuis 1926
	Bons de la Défense Nationale	Intérêts et primes de remboursement des Titres de remplacement	Total	en moins	en plus	
1926	2.700		2.700			
1927	1.950	494	2.444	256		256
1928	1.426	804	2.230	214		470
1929	997	935	1.932	298		768
1930	847	920	1.767	165		933
1931	817	918	1.735	32		965
1932	711	754	1.465	270		1.235
1933	926	750	1.676		211	1.024
1934	798	745	1.543	133		1.157

échéances et une réduction de la charge des intérêts, est déterminée par la stricte application des dispositions légales. L'art. 5 de la loi du 7 août 1926 prévoit en effet que « le montant maximum des Bons gérés par la Caisse Autonome est fixé à 49 milliards de francs. Le maximum sera abaissé chaque année du montant des Bons amortis. La circulation réelle des Bons pourra toutefois dépasser temporairement le maximum dans la limite de 6 % ». D'autre part, en exécution de l'art. 6 du règlement d'administration publique du 13 août 1926, « le Conseil d'administration détermine, au début de chaque année, le montant maximum que la circulation des Bons gérés par la Caisse Autonome ne devra pas dépasser. Il s'assure au moyen des situations qui lui sont périodiquement fournies par le Comité financier que le maximum n'est pas dépassé, compte tenu de la marge de 6 % prévue à l'art. 5 de la loi du 7 août. Dans le cas où les opérations feraient apparaître un dépassement, il prend ou provoque immédiatement les mesures nécessaires pour ramener le montant de la circulation dans la limite du maximum ».

La tolérance de 6 % admise par ces deux textes, avait déjà été préconisée par les Experts, qui écrivaient dans leur rapport ¹ :

« La limite maxima de la Dette flottante fixée par la loi du 27 juin 1925, est à la fois imprécise et variable. Elle dépasse de plus de 10 milliards le chiffre de la Dette flottante actuelle du Trésor. Le Comité propose de réduire à 49 milliards, c'est-à-dire à son chiffre actuel, le montant maximum des Bons pris en charge par la Caisse de Gestion. Toutefois le seul moyen pratique de limitation que posséderait la Caisse serait le jeu des taux d'intérêts, et ce procédé ne donnerait pas de résul-

1. Rapport des Experts. VI. Trésorerie.

tats immédiats vu le grand nombre de guichets qui délivrent des Bons. Il conviendrait donc d'accorder à la Caisse une tolérance de 6 % du montant des Bons, afin de laisser aux mesures qu'elle prendra le temps de produire leurs effets ».

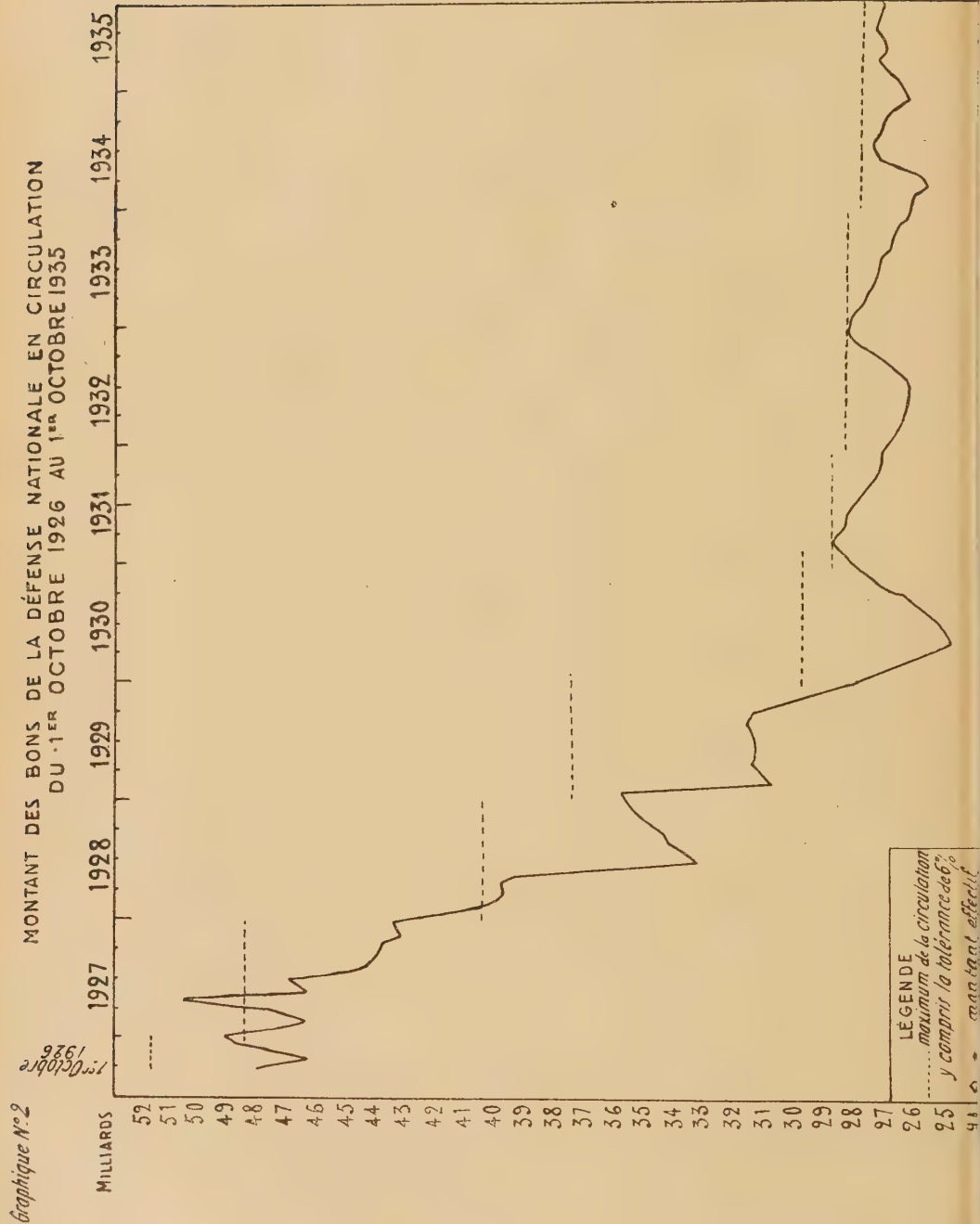
Il est certain, en effet, qu'en raison des conditions spéciales dans lesquelles s'étaient succédées les émissions de guerre (grand nombre des guichets ou caisses aptes à recevoir les souscriptions — multitude des petites coupures en circulation — clientèle de souscripteurs très étendue ...) le montant nominal de la Dette flottante devait être sensiblement inférieur au montant réel. De là l'opportunité d'une certaine marge pour faciliter les opérations de la Caisse.

Dans le domaine de la circulation des Bons, ces opérations répondent à deux préoccupations assez contradictoires : d'une part, la Caisse s'efforce de coordonner son action particulière avec la politique monétaire du Gouvernement et de la Banque de France, en ne faisant pas refluer sur le marché, par un amortissement trop accentué des Bons, une masse de capitaux disponibles ; d'autre part, elle doit donner à ses opérations de consolidation et d'amortissement une extension telle que le volume des Bons en circulation soit constamment maintenu en deçà du plafond légal. Ce plafond n'a jamais été dépassé, la Caisse disposant d'ailleurs de deux moyens efficaces pour neutraliser les effets d'un accroissement du montant des émissions : l'escompte ou remboursement anticipé des Bons, et le contingentement mensuel. Ainsi, en janvier et février 1927, la Caisse escompte 1.984 millions de Bons ; en janvier 1928, pour rester dans la limite du nouveau maximum fixé à 40 milliards 564 millions (compte tenu de la marge de 6 %) une nouvelle opéra-

tion d'escompte porte sur 2.169 millions de Bons. Quant au contingentement mensuel, pratiqué depuis le 1^{er} janvier 1928, il permet à la Caisse de suivre aussi exactement que possible les limites fixées par la loi.

On trouvera dans le graphique n° 2 ci-joint la courbe de la circulation des Bons du 1^{er} octobre 1926 aux premiers mois de 1935.

De l'examen de ce graphique il ressort que la circulation réelle des Bons a toujours été inférieure au maximum légal ; le dépassement qui apparaît en effet au début du second trimestre de 1927 n'est qu'apparent, la statistique établie pour les opérations de l'année ne tenant pas compte du montant des Bons déjà déposés en vue de la souscription aux rentes 6 % amortissables, et qui doivent être alors considérés comme étant sur le point d'être consolidés. Mais c'est surtout au cours des trois premières années de fonctionnement de la Caisse que l'écart entre la circulation réelle et le maximum a été accentué et que le montant de l'un et de l'autre a subi les plus fortes diminutions : les opérations de 1927, 1928 et du début de 1929 se traduisent par une chute presque verticale de la courbe. Le chiffre le plus bas est atteint dans le second trimestre de 1930 (24.913 millions), mais dès la fin de cette même année apparaît un relèvement sensible (28.248 millions fin décembre) qui s'est à peine atténué dans la suite.



V. Résultats acquis au 31 décembre 1934

Ils ressortent de la comparaison suivante :

Au 1^{er} octobre 1926 : 48 milliards de Bons en circulation ; des échéances mensuelles d'une moyenne de 7.500 millions, mais très irrégulières tant à cause des émissions désordonnées que de la variété des types de Bons en circulation (1, 3, 6, 12 mois), des taux variant de 3,60 % pour les Bons les plus courts à 6 % pour les Bons à un an, une charge annuelle d'intérêts de 2.700 millions.

Au 31 décembre 1934 : 28 milliards de Bons en circulation, d'un type unique, à deux ans d'échéance, des émissions rationnellement dirigées, assurant des échéances régulières d'une moyenne mensuelle voisine de 1 milliard, le taux d'émission ramené à 3 %, la charge annuelle des intérêts tombée à 1.542 millions, dont 798 millions seulement pour les Bons proprement dits et 745 millions pour les titres de remplacement.

On ne peut nier que ces résultats apparaissent au premier coup d'œil extrêmement brillants. Ils démontrent qu'au moins dans le domaine de la gestion des Bons la Caisse Autonome a justifié les prévisions les plus optimistes de ses créateurs.

CHAPITRE III

LES CONSÉQUENCES DE LA GESTION DES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE PAR LA CAISSE AUTONOME

Avant d'examiner les conséquences pratiques de l'œuvre réalisée par la Caisse Autonome, il est utile de rappeler que certaines de ses décisions ont en leur temps suscité quelque inquiétude.

* * *

D'abord la question a pu se poser de savoir si, en lançant en octobre 1926 son emprunt de consolidation de 3 milliards, la Caisse n'avait pas inauguré la gestion des Bons par une décision illégale. Sans doute, l'art. 6 de la loi du 7 août 1926 lui reconnaissait-il la faculté de se faire consentir des avances et d'émettre des titres gagés, le cas échéant, sur les recettes des tabacs, mais, dirent en particulier, MM. E. Allix dans son *Traité élémentaire de Science des finances et de législation financière française* et M. Chaminade dans son étude sur *L'expérience financière de M. Poincaré*, il ne pouvait s'agir, dans cet article, que de titres à très court terme et de ressources provisoires. En émettant un emprunt de

3 milliards, amortissable en 40 ans, il paraissait bien que la Caisse avait dépassé les limites fixées à son activité et violé la règle formelle posée à l'art. 81 de la loi de finances du 31 décembre 1921 en vertu de laquelle « aucun emprunt ne peut être contracté, sous quelque forme que ce soit, qu'en vertu d'une loi spéciale ». En effet, l'art. 6 de la loi du 7 août 1926 est une disposition d'ordre intérieur qui doit permettre à la Caisse d'assurer ses besoins de trésorerie ; ce n'est pas « une loi spéciale ». L'argument aurait été irréfutable si l'article visé avait bien eu la signification qu'on lui prêtait. Mais rien, dans ses termes, ne pouvait permettre d'en limiter ainsi le sens. Que celui-ci ait été trop peu précisé par les auteurs de la loi, on peut le penser — et cette imprécision s'explique par la hâte dans laquelle les projets furent préparés et votés — mais ce n'est pas à la Caisse qu'il faut en faire grief. Celle-ci a usé au mieux de ses intérêts, c'est-à-dire des intérêts du pays, des moyens mis à sa disposition : sa première initiative est pleinement justifiable. Il faut d'ailleurs ne pas perdre de vue que si la Caisse avait d'importantes ressources « en expectative » elle disposait, pour son action immédiate, d'une provision infime : en émettant de nouveaux Bons ou d'autres papiers très courts, elle se serait sans doute assuré des disponibilités, mais elle accroissait ses charges immédiates et retardait l'heure des décisions importantes ; en empruntant à long terme dans les conditions où elle le faisait, elle réussissait à consolider 3 milliards de Bons et à se procurer en même temps une importante masse de manœuvre. Le résultat est appréciable ; il ne suffirait pas à justifier l'illégalité, s'il y avait eu illégalité ; il peut du moins apaiser ceux qui estiment que la Caisse a peut-être

trop largement interprété l'art. 6 de la loi du 7 août 1926.

* * *

Dans un autre ordre d'idées, des critiques furent adressées à la politique de consolidation des Bons. Il était à craindre, pensait-on, que la disparition trop rapide des Bons à très court terme et le contingentement des Bons à deux ans pratiqué à partir du 1^{er} janvier 1928 ne provoquassent une contraction du marché de l'argent à court terme. De fait, dès les premiers mois de 1928, qui précédèrent la stabilisation, on constata une augmentation des dépôts à vue dans les banques, suivie d'une augmentation de la circulation des billets, phénomènes qu'on pouvait interpréter comme des signes de l'incertitude des épargnants. Dans un discours à la Chambre le 24 janvier 1928, M. André-François Poncet exposait cette situation :

« ...La suppression des Bons à trois et à six mois a provoqué en France une contraction du marché de l'argent, un embarras général des épargnants, qui s'est traduit non seulement par l'accumulation des dépôts à vue, mais encore par une augmentation du chiffre de la circulation des billets, augmentation qui s'est produite alors que les prix étaient encore en baisse. La consolidation, telle qu'elle est en train de s'accomplir, on peut se demander si elle n'est pas trop rapide pour un peuple dont l'économie et le marché s'étaient habitués à l'existence de plusieurs dizaines de milliards de titres à très court terme. Si vous rendez cette consolidation non pas plus rapide, mais foudroyante, vous risquez d'aggraver les phénomènes actuels et de pousser à cette crise économique que cependant vous avez la prétention d'empêcher.

Suivant les opportunités, la Caisse Autonome devrait avoir la faculté de modifier sa tactique. *Une dette flottante dans un pays sain, n'est pas nécessairement un péril.* Elle peut même posséder des avantages : elle assouplit le marché des capitaux ».

Ces arguments renfermaient une part de vérité. Les Bons de la Défense Nationale avaient attiré depuis longtemps un public très large, des petits épargnants aux banquiers, en passant par les entreprises industrielles ou commerciales, les uns recherchant surtout les Bons comme mode de placement à court terme, les autres comme moyens d'aménager leur trésorerie. La suppression ou la consolidation d'une masse importante de Bons pouvait amener ces souscripteurs à modifier des habitudes déjà anciennes. A ce propos, il n'est pas sans intérêt de signaler un petit fait, d'importance assez modeste sans doute, mais qui révèle bien l'attachement des épargnants aux Bons de la Défense Nationale, ou plus exactement aux formes de placement à très court terme.

Après le vote de la loi du 8 mars 1928, qui l'autorisait à étendre le champ de ses opérations, la Caisse Nationale en cas de décès admit des contrats d'assurance différée ; cette forme d'assurance a pour but de constituer un capital payable à une époque fixée si l'assuré est vivant à cette date. Or, une assurance de cette nature, avec un différé très court, un ou deux ans, et le versement d'une prime unique, réservée ou aliénée (le risque de mortalité étant en effet presque négligeable) présentait pour l'épargnant les mêmes garanties et des avantages plus substantiels que les Bons de la Défense Nationale, les taux appliqués aux opérations de l'espèce étant en général plus élevé que le taux d'émission des Bons (5,50 % en 1929

alors que le taux d'émission des Bons était de 4,50 %). De leur côté, les préposés de la C.N.A.D, dont la limitation des émissions de Bons avait considérablement réduit les remises que leur consentait la Caisse Autonome, cherchaient une compensation à cette réduction en faisant une propagande intense pour les assurances à très court différé, qu'ils feraient renouveler régulièrement à leurs souscripteurs. Il y eut ainsi de 1928 à 1930, une véritable spéculation sur les assurances à court terme, qui perdaient dans ces conditions leur caractère essentiel pour devenir de simples modes de placement. En vue d'enrayer cette spéculation et d'arrêter la propagande tendancieuse des préposés, la C.A.N.D, prit successivement diverses mesures : avertissements, circulaires, réduction des primes de propagande, abaissement du taux de constitution, qui se révélèrent insuffisantes, puisqu'en 1931, les propositions de contrat avec différé d'un ou deux ans représentaient encore 65 à 70 % des propositions reçues. Il fallut en arriver en 1932 à la suppression complète de ces contrats, qui jouaient le rôle de véritables Bons de la Défense Nationale et leur faisaient ainsi une concurrence préjudiciable.

En réalité, le danger de la consolidation ne fut pas tel qu'aurait pu le faire supposer le discours de M. André-François Poncet. La Caisse Autonome en effet n'a jamais perdu de vue la nécessité de ne pas procéder à une consolidation « foudroyante » et le chapitre précédent a montré qu'elle s'était toujours efforcée de tenir compte, dans la plus large mesure, des exigences du marché, se réservant ainsi prudemment le bénéfice d'un abaissement ultérieur du loyer de l'argent. Tandis que les souscriptions aux titres de remplacement (rentes et obliga-

tions 6 % 1927, rentes 5 % 1928) étaient toujours très nombreuses, l'acclimatation des Bons à deux ans se poursuivait normalement, et il faut bien croire que ces nouveaux Bons répondaient à un besoin réel du marché, puisque leur montant dépassait sans peine 25 milliards dès la fin de 1927, et 35 milliards à la fin de 1928, après la disparition des Bons à un an.

Mais ce qui est exact, c'est que par l'effet des mesures prises en 1927 et 1928, la clientèle des souscripteurs de Bons cessa d'être aussi étendue, et redevint, comme était la clientèle des Bons du Trésor avant 1914, très spécialisée. Les épargnants délaissaient le nouveau Bon à deux ans parce que seuls les placements à très court terme ou au contraire les titres amortissables à longue échéance répondaient mieux à leurs besoins du moment, tandis que les établissements de crédit recherchaient avec plus d'insistance encore qu'au cours des années précédentes un titre qui pouvait — la suite de cette étude le montrera — leur rendre les plus importants services. Ce détachement du public n'avait d'ailleurs rien de définitif et nous verrons plus loin comment au cours de la crise de trésorerie 1933-1934, les souscripteurs individuels répondirent de nouveau aux appels de la Caisse.

* * *

Telles furent les principales critiques adressées à la politique de la Caisse Autonome dans le domaine de la gestion des Bons de la Défense Nationale. Leur portée n'est pas considérable. Elles ne diminuent en rien l'ampleur des résultats acquis et l'importance de leurs conséquences.

C'est en effet parce que la Caisse avait mené à bien en

moins de trois ans sa mission essentielle qu'il lui a été possible d'étendre dès 1929 le champ de ses opérations et de faire porter son effort sur l'amortissement des autres compartiments de la Dette publique. De ce point de vue, le législateur de 1926 n'avait accordé à la Caisse que des attributions fort réduites : la Caisse devait se borner à annuler les rentes et valeurs du Trésor qui lui seraient remises soit en paiement de la taxe sur la première mutation et des droits de succession, soit à titre de contribution volontaire. C'était donc par un véritable abus de langage que la Caisse continuait d'être désignée communément sous le nom de « Caisse d'Amortissement ». Elle était avant tout, ainsi d'ailleurs que l'avait indiqué le rapport des Experts, une Caisse de gestion des Bons de la Défense Nationale. Mais, très vite, les dirigeants de la Caisse avaient prévu une extension de ses attributions :

« Au cours du second semestre 1928, la Caisse d'Amortissement était donc parvenue à écarter la dangereuse menace des remboursements massifs qui avait pesé sur la première période de son fonctionnement ; ses disponibilités au Trésor et à la Banque de France, les ressources régulières que lui procurent l'exploitation des tabacs, la taxe sur la première mutation et les droits de succession donnaient, en outre, à sa trésorerie, toute l'aisance désirable ; elle pouvait dès lors songer à arrêter son programme d'amortissement. Immédiatement la question s'est posée de savoir s'il convenait d'appliquer cet amortissement exclusivement aux Bons de la Défense Nationale ; l'art. 1^{er} de la loi du 7 août 1926 ne paraissait pas comporter d'autre possibilité, mais déjà dans un précédent rapport, le Conseil d'administration vous a signalé l'importance qu'il attachait à ce que les attributions de

la Caisse fussent étendues à d'autres catégories de la Dette publique ; il estimait que cette extension lui permettrait de remplir d'une manière plus profitable pour les intérêts généraux du pays la mission dont il était chargé, l'effort d'amortissement devant, à son avis, porter suivant les circonstances sur l'une ou l'autre partie de la dette¹... »

L'appel ainsi lancé fut entendu par le Gouvernement. L'art. 96 de la loi de finances du 30 décembre 1928 autorisa la Caisse à concourir par voie d'achats en Bourse à l'amortissement des rentes françaises, des Bons et obligations du Trésor et du Crédit National.

Dans son discours du 24 janvier 1928, déjà cité, M. André-François Poncet avait laissé entrevoir les conséquences d'une large politique d'amortissement : « La Caisse Autonome, disait-il, pourrait ainsi aider à la baisse progressive du taux de l'intérêt, préparer des conversions et amorcer une politique d'ensemble et de grand style de la dette, qui ouvrirait la perspective d'une diminution des charges annuelles de l'intérêt, c'est-à-dire l'allègement du budget et des impôts. » Sans vouloir retracer ici l'œuvre de la Caisse Autonome — ce qui dépasserait le cadre de cette étude — on peut dire que ces prévisions se sont réalisées. Dès 1931, la conversion des grands emprunts d'Etat était possible. On lit à ce propos dans le rapport du Conseil d'administration de la Caisse sur les opérations de l'année 1931 : « Le Conseil d'administration ne saurait omettre de rappeler que l'excellente tenue des fonds d'Etat, notamment au cours des premiers mois de 1931, coïncidant avec l'abondance des disponibilités de la Caisse, susceptibles de faire face à toutes les

1. Rapport sur les opérations de l'année 1928.

demandes de remboursement, et, par là même, de les prévenir, aurait assuré le succès de la conversion, dès cette époque, des rentes 5 et 6 %. Le Conseil a vivement regretté que les démarches pressantes faites auprès du Gouvernement en temps opportun, par les dirigeants de la Caisse d'Amortissement, soient restées sans résultat et que les conversions en vue desquelles la Caisse d'Amortissement avait constamment orienté son action aient été ajournées. Il tient à déclarer que lesdites conversions devront être réalisées sans aucun retard, dès que les conditions techniques indispensables se trouveront de nouveau réunies ».

En fait, c'est seulement en septembre 1932 que furent réalisées ces conversions. Elles procurèrent au budget une économie annuelle de 1.500 millions sur le montant des arrérages de la dette publique. Comme on peut d'autre part chiffrer à environ 550 millions l'économie provenant de l'annulation des rentes rachetées en Bourse par la Caisse depuis 1929, on peut admettre que la Caisse a fait réaliser au budget une économie annuelle de deux milliards. Que cette politique d'amortissement soit aujourd'hui très attaquée, que son opportunité même soit mise en doute, puisque les bruits de suspension de l'amortissement contractuel trouvent dans le public une certaine créance, on ne saurait le contester. Mais ce n'est pas ici le lieu de résoudre cette question. On a seulement voulu marquer la mesure dans laquelle la Caisse Autonome, par la saine gestion des Bons de la Défense Nationale, avait contribué à l'allègement des charges publiques.

* * *

Une autre conséquence heureuse de cette gestion a

été l'assainissement de la Trésorerie. Jusqu'en 1926, Bons du Trésor ordinaires et Bons de la Défense Nationale étaient confondus, et c'est à cette confusion dangereuse qu'avaient voulu mettre fin les Experts en demandant la création d'une Caisse de Gestion des Bons de la Défense Nationale. Depuis 1926 au contraire, on se trouve en présence de deux catégories très distinctes ; d'une part les Bons de la Défense pris en charge par la Caisse, d'autre part, les Bons du Trésor ordinaires émis postérieurement au 1^{er} octobre 1926, ceux-là seuls constituant une charge de trésorerie. L'art. 12 de la loi du 7 août 1926 fixait à 5 milliards le montant des Bons ordinaires que le Trésor était autorisé à émettre annuellement ; cette faculté fut portée dans la suite à 10 et 15 milliards. Or si le Trésor trouve toujours pour ses émissions un large public de souscripteurs, c'est bien parce que la Caisse Autonome, en supprimant les Bons de la Défense Nationale à très court terme, en limitant le montant des Bons restant en circulation, a rendu disponible pour des emplois à très court terme une masse importante de capitaux. La Caisse a donc ainsi permis à la Trésorerie de retrouver toute la souplesse et toute l'aisance que les abus antérieurs à 1926 lui avaient fait perdre, et, par là, elle a contribué, pour une grande part, à la restauration du crédit de l'Etat qui s'est poursuivie de 1926 à 1930.

* * *

Toutefois si l'on examine de près les tableaux et les chiffres des rapports annuels, résumés dans le chapitre précédent, on se rend compte que la gestion des Bons de la Défense Nationale comporte deux périodes bien distinctes. Dans une première période, de 1926 à la fin de

1929, la Caisse prend une série de mesures importantes qui ont pour effet de ramener de 48 à 28,5 milliards le montant des Bons en circulation. Dans la seconde période, qui commence en 1930, aucune mesure spéciale n'intervient, l'amortissement des Bons se fait sur un rythme très ralenti, puisqu'au 1^{er} janvier 1935, le montant de la circulation dépasse encore 26,5 milliards. Comment rendre compte de cette différence entre les deux périodes? Sans doute, on peut invoquer le fléchissement de la dotation minimum de la Caisse — fléchissement dû, en grande partie, à la diminution progressive du rendement des impôts successoraux — et l'absorption de ses ressources par sa nouvelle politique d'amortissement. Mais la véritable raison, c'est que l'amortissement accéléré des Bons, tel qu'il avait été pratiqué dans les années précédentes devenait, après 1929, non seulement inutile, mais dangereux. A cette époque, en effet, les dangers de 1926 ne sont plus que des souvenirs : les échéances sont rationnellement échelonnées et nivelées, la charge des intérêts est suffisamment réduite, les Bons très courts ont disparu et il ne reste plus en circulation que des Bons à deux ans. Et ces Bons, ainsi d'ailleurs que l'avaient prévu dès l'origine les dirigeants de la Caisse, constituent un des éléments les plus solides et les plus actifs du marché monétaire. Loin d'être, comme autrefois, une cause de préoccupation, ils sont devenus facteurs de stabilité et de sécurité.

C'est ce qu'on s'efforcera de montrer en étudiant maintenant les caractéristiques du Bon à deux ans et son rôle dans le marché monétaire.

CHAPITRE PREMIER

LES CARACTÉRISTIQUES DU BON DE LA DÉFENSE NATIONALE

Pour rendre compte des caractères essentiels des Bons de la Défense Nationale, il faut se reporter aux circonstances de leur création et ne pas perdre de vue le désir du Gouvernement d'alors d'étendre la clientèle des souscripteurs de Bons du Trésor en faisant appel aux épargnants.

Dans le rapport au Président de la République, qui précède le décret du 13 septembre 1914, le Ministre des Finances résumait ainsi la situation : « Le montant des Bons du Trésor en circulation ne dépasse pas en ce moment 350 millions de francs. Il est donc très au-dessous du chiffre qu'il pourrait atteindre. Le Trésor a besoin de ressources et il ne peut les demander uniquement à la Banque de France. Aussi nous paraît-il opportun de faire appel au public pour le placement d'une partie au moins des Bons que nous sommes autorisés à émettre. Cela implique un changement dans les habitudes et les procédés de notre trésorerie. Les Bons du Trésor ont été jusqu'à ce jour réservés en fait à une clientèle restreinte composée surtout d'établissements de crédit, de banques,

de Chambres de Commerce. Les ressources de ces établissements étant, pour la plus forte part, immobilisées dans les circonstances actuelles, nous ne pouvons pas, pour l'instant, nous adresser à eux. D'autre part, il serait bon que le Trésor qui avait autrefois sa clientèle à lui par l'entremise des trésoriers-généraux, reprit peu à peu le contact avec elle et s'appliquât même à l'étendre en mettant les Bons du Trésor à la portée du public ».

Or pour rendre efficace cet appel au public, il était nécessaire de modifier l'aspect des Bons et de les mettre à la portée de tous les bas de laine. Peu enclin, en période normale, aux placements à très court terme, le public ne manquerait pas en effet de réserver bon accueil à ces titres nouveaux, qui dans la période troublée que l'on traversait, représentaient pour l'épargne le placement le moins aléatoire ; encore fallait-il que celle-ci fut sollicitée et encouragée. Dans le rapport ci-dessus mentionné, le Ministre des Finances indiquait les moyens :

« Deux mesures sont à prendre pour arriver à ce résultat :

1^o Emettre des Bons d'un chiffre peu élevé.

2^o Assurer leur placement par l'intermédiaire des comptables du Trésor, des receveurs des administrations financières, et des receveurs des postes.

Nous pouvons espérer que, malgré les difficultés de l'heure présente, un grand nombre de nos compatriotes auront à cœur de contribuer, dans la mesure de leurs ressources, à la Défense Nationale, en prenant des Bons du Trésor dans des conditions d'ailleurs avantageuses. Les Bons mis à la disposition du public seront de 100, 500 et 1.000 fr. Ils auront une durée de trois mois, six mois ou un an. L'intérêt, qui sera fixé par une décision

du Ministre des Finances, sera déduit du montant du versement à faire par le preneur.

Nous vous proposons de décider que les Bons émis pendant la durée des hostilités porteront la mention « Bons de la Défense Nationale » et seront admis au pair pour la libération des souscriptions à tous emprunts futurs, avec droit de préférence pour les souscripteurs, à concurrence du montant des Bons qu'ils remettront au Trésor ».

Dans ce texte se trouvent énumérés les principaux caractères des Bons de la Défense Nationale. En réalité, et bien que cela ne fût pas explicitement indiqué dans le décret du 13 septembre ou dans le rapport préliminaire, il y avait bien ainsi création d'un nouveau type de Bons et non pas simple transformation ou adaptation des Bons ordinaires du Trésor. Ce qui tend à le prouver, c'est que les émissions des Bons ordinaires du Trésor ne furent pas suspendues ; elles se poursuivirent, quoiqu'à une cadence ralentie, parallèlement aux émissions de Bons de la Défense Nationale. En 1919, à la suite d'un relèvement de taux, et aussi parce que les anciens pourvoyeurs du Trésor — banques, compagnies de chemins de fer, grandes entreprises — avaient retrouvé toute leur activité, le montant de ces Bons atteignit et dépassa 2 milliards. Au 1^{er} octobre 1926, il en existait encore 1.312.013.400 fr. : ce sont ces Bons qui figurent sous la rubrique « Bons ordinaires du Trésor à moins d'un an » dans l'énumération des Bons pris en charge par la Caisse Autonome et qui disparurent rapidement¹, fondus dans la masse des Bons de la Défense Nationale.

1. Certains de ces Bons n'ont jamais été présentés au remboursement. Dans les derniers rapports de la Caisse Autonome ils figurent pour une trentaine de millions.

On retrouve naturellement dans le Bon à deux ans les mêmes caractères que dans le Bon créé en 1914, avec toutefois quelques changements qui tiennent pour la plupart au fait que, par les lois des 7-10 août 1926, le Bon de la Défense Nationale échappait à l'autorité du Ministre des Finances et passait sous la tutelle — moins dépendante des événements et des circonstances politiques — du Conseil d'administration de la Caisse Autonome. Ces caractères sont les suivants :

1° Mode de placement

En vue de faciliter les souscriptions des épargnants, le Gouvernement avait, dès l'origine des Bons de la Défense Nationale, multiplié le nombre des guichets aptes à les recevoir. Les mêmes facilités existent pour les Bons à deux ans : ils peuvent être souscrits soit directement par les banques, soit par les notaires ; quant au public, il souscrit d'ordinaire par l'intermédiaire des comptables directs du Trésor Public (trésoriers-payeurs généraux, receveurs des finances, percepteurs) ou aux guichets des bureaux de poste. Relativement délaissé au cours de la période 1926-1933, pendant laquelle la plus grande partie des souscriptions était absorbée par les banques, ce mode de placement a repris une certaine ampleur depuis 1933, les crises monétaires ayant mis la Caisse Autonome dans l'obligation de pallier à la défaillance des banques par un appel direct au public¹.

2° Procédure d'émission. Frais d'émission

Pour les Bons de l'ancien type, le montant des émissions était fixé par décision du Ministre des Finances.

1. Cf. Troisième partie, Chapitre I.

Un des points essentiels de la réforme de 1926 a été d'enlever au Ministre ce pouvoir de décision. Le contingent des Bons à émettre est actuellement fixé chaque mois pour le mois suivant par le Conseil d'administration de la Caisse Autonome. Ce montant est notifié au Service des émissions du Ministère des Finances, qui donne suite aux souscriptions et procède à la répartition entre les comptables.

Les frais d'émission incombent naturellement à la Caisse, qui ordonnance le montant des remises ou commissions. Celles-ci s'établissent comme suit :

Banques ¹	:	2, 50	pour mille.	
Notaires ²	:	0, 60	pour cent	jusqu'à 400.000 fr. de capital nominal.
—		0, 40	—	de 400.001 à 2.000.000 fr. de capital nominal.
—		0, 25	—	au-dessus de 2.000.000 de fr. de capital nominal.
Comptables ³ du Trésor et receveurs des Postes	}	1, 00	—	jusqu'à 100.000 fr. de capital nominal.
		0, 60	—	de 100.001 à 200.000 fr. de capital nominal.
		0, 40	—	au-delà de 200.000 fr. de capital nominal.

En dehors de ces remises ou commissions, la Caisse doit faire face à d'importantes dépenses de publicité et de frais d'envoi de télégrammes à ses intermédiaires, par exemple lors des changements de taux. Mais l'ensemble de ces frais reste relativement peu élevé, comparé au montant des émissions. Interrogé sur ce point par un parlementaire, le Ministre des Finances répondait ⁴ — en date du 14 novembre 1931 — que « les émissions des trois derniers mois de 1926 et des trois années 1927, 1928 et 1929 avaient atteint 111 milliards de francs et que les frais d'émission s'étaient élevés à 453 millions, soit 0,409 % ».

1. Arrêté du Ministre des Finances du 28 février 1933.

2. Arrêté du Ministre des Finances du 26 août 1933.

3. Arrêté du Ministre des Finances du 8 juillet 1927.

4. Question écrite n° 13.653, *Journal Officiel* du 14 novembre 1931.

3° Montant et forme des coupures

L'émission de Bons d'un faible montant avait été nécessaire pour attirer les épargnants même les plus modestes : de là d'abondantes coupures de 1.000 et de 100 fr. Il y eut même au cours de la guerre des coupures de 5 et 20 fr. qui furent d'ailleurs rapidement supprimées.

La nouvelle politique suivie par la Caisse Autonome exigeait l'élimination de ces petites coupures. Les moins élevées sont actuellement de 1.000 fr. ; encore ne sont-elles pas très nombreuses ; avec celles de 5 et 10.000 fr., elles sont exclusivement absorbées par les souscriptions privées. Les souscriptions des banques sont servies d'ordinaire en coupures de 100.000 fr. ou plus.

La loi du 25 janvier 1919, complétée par un arrêté du Ministre des Finances en date du 15 mars 1919 avait autorisé le barrement et la domiciliation des Bons de la Défense Nationale. Les dispositions de cette loi et de cet arrêté sont toujours en vigueur.

Les Bons de la Défense Nationale sont essentiellement au porteur.

4° Taux d'intérêt

Il était à l'origine fixé par le Ministre des Finances, qui, contraint de procéder à de larges appels de fonds, n'hésitait pas à les rémunérer largement.

Depuis 1926, le rôle du Ministre se borne à contre-signer la décision du Conseil d'administration de la Caisse Autonome. Dès sa création, celui-ci s'est efforcé de réduire la charge des intérêts des Bons et à mieux adapter le taux d'émission aux conditions réelles du marché : ce taux est souvent considéré à juste titre comme le taux type des placements à court terme.

Le taux d'intérêt des Bons à deux ans est, comme pour les Bons de l'ancien type, payé d'avance lors de la souscription ; ainsi si le taux d'émission est à 4 %, le souscripteur d'un Bon de 10.000 fr. versera $10.000 - (400 \times 2) = 9.200$ fr. Cette modalité est très appréciée des souscripteurs qui se trouvent ainsi garantis pendant deux années contre les variations des taux de placement.

5° Immunités fiscales

Les Bons de la Défense Nationale jouissent d'un véritable privilège fiscal. Comme toutes les rentes et les valeurs du Trésor, ils ont naturellement bénéficié, dès l'origine, de l'exemption de l'impôt cédulaire sur le revenu des valeurs mobilières. Mais, ce qui est encore plus avantageux pour leurs détenteurs, ils n'entrent plus en compte dans le calcul du revenu imposable à l'impôt général. Cette exemption avait été concédée aux Bons de l'ancien type par la loi du 13 mars 1924, qui stipulait dans son article unique : « Les intérêts des Bons du Trésor et des Bons de la Défense Nationale à échéance d'un an au plus n'entreront plus en compte pour la détermination des sommes passibles de l'impôt général sur le revenu ».

Un tel privilège n'a pas été sans raison qualifié « d'exorbitant » par certains auteurs¹. Mais il est utile de rappeler qu'il fut accordé dans des circonstances particulières, à une époque où le Gouvernement n'avait pas le choix des moyens pour sortir d'une situation difficile. Ces circonstances ont été évoquées à la tribune de la Chambre, au mois de décembre 1933, lors de la discussion d'une loi tendant au rétablissement de l'équilibre bud-

1. E. Allix, *Traité élémentaire de Science des finances et de législation financière française*.

gétaire, par l'ancien Ministre des Finances de 1924, M. de Lasteyrie :

« C'est dans ces conditions, rappelait-il, que le 22 février 1924, nous avons accepté et fait voter par la Chambre le bordereau de coupons. J'attire l'attention de la Chambre sur la suite des événements. Le vote du Parlement était à peine intervenu qu'aussitôt les souscriptions aux Bons de la Défense Nationale se sont presque arrêtées ; les renouvellements ne se sont plus opérés qu'avec la plus extrême difficulté. C'était « le mur d'argent » qui, pour la première fois se manifestait. Quinze jours après le vote de la loi, j'ai dû faire voter d'extrême urgence par le Parlement une loi exonérant de l'impôt global sur le revenu les Bons de la Défense Nationale et les Bons du Trésor. Ainsi la menace seule du bordereau de coupons — de ce bordereau qui, d'après certains, devait donner au Trésor des ressources considérables — a eu pour conséquence d'entraîner l'exonération à l'impôt sur le revenu des Bons de la Défense Nationale : elle l'a privé, de ce chef, de ressources importantes. Notons d'ailleurs que, dès le vote de la loi d'exonération, les souscriptions aux Bons de la Défense Nationale sont redevenues normales ».

Les projets sur le bordereau de coupons ou la carte d'identité fiscale ont été, à plusieurs reprises, écartés par le Parlement. Mais ils restent en sommeil et ils peuvent être repris à la faveur d'une évolution politique¹. Or au cours de la séance dont nous venons de parler, le rapporteur de la loi sur le rétablissement de l'équilibre budgétaire n'avait pas dissimulé l'intention du Gouverne-

1. La création de la carte d'identité fiscale a été votée par les deux chambres. Mais une décision du Ministre des Finances en a suspendu l'application jusqu'au 1^{er} janvier 1936.

ment et de la Commission des Finances d'assujettir, le cas échéant, à la carte d'identité fiscale les Bons du Trésor et les Bons de la Défense Nationale. Quel serait le résultat de cette mesure ? Il paraît vraisemblable que, les mêmes causes appelant les mêmes effets, certains souscripteurs de Bons — comme en 1924 — se rebelleraient contre la mesure prise. Leur abstention, toutefois, ne présenterait plus pour la Trésorerie, les mêmes dangers puisqu'elle concernerait seulement la masse des Bons ordinaires du Trésor — singulièrement réduite en comparaison de ce qu'était la Dette flottante de 1924. Quant aux Bons de la Défense Nationale, on peut se demander si leurs souscripteurs, tenant compte de la sécurité que leur assure le crédit particulièrement solide de la Caisse Autonome, n'accepteraient pas avec plus de résignation que par le passé le sacrifice qui leur serait demandé.

Quoi qu'il en soit, les Bons à deux ans jouissent des mêmes immunités fiscales que celles accordées aux Bons de l'ancien type. En effet, la loi de 1924, ne visant, et pour cause, que les Bons à échéance d'un an au plus, une décision spéciale du Président du Conseil, Ministre des Finances, en a étendu l'application aux Bons à deux ans. En date du 31 décembre 1926, le Ministre des Finances adressait aux membres du Conseil d'administration de la Caisse Autonome la lettre suivante :

« J'ai l'honneur de vous faire connaître qu'en application de l'art. 6 de la loi du 7 août 1926 disposant que les titres gérés par la Caisse Autonome pourront bénéficier des mêmes exonérations fiscales que les Bons de la Défense Nationale, j'ai décidé d'étendre aux Bons de la Défense Nationale à deux ans le régime fiscal en vigueur pour les Bons de la Défense Nationale à échéance d'un

an au plus. En particulier, l'intérêt des Bons à deux ans n'entrera pas en compte pour la détermination des sommes passibles de l'impôt général sur le revenu ».

En raison de la date tardive de cette décision, les formules remises aux contribuables pour les déclarations à faire en 1927 stipulaient encore (§ 4) que « devraient être compris dans les revenus déclarés ceux des Bons à échéance dépassant un an sur l'Etat français » ; mais l'année suivante les formules avaient été modifiées dans le sens indiqué par la décision du Ministre des Finances.

On comprend que la Caisse Autonome ait à maintes reprises — et récemment encore au cours de la crise de trésorerie de 1933-34¹ — attiré l'attention des souscripteurs éventuels sur de tels avantages, qui constituaient un sérieux élément de publicité. Cette propagande n'avait rien que de très naturel, et on peut s'étonner qu'en mars 1928, c'est-à-dire plus d'un an après la création des Bons à deux ans et la décision du Ministre des Finances ci-dessus mentionnée, une question écrite² ait attiré l'attention du Ministre des Finances sur la publicité faite par la Caisse dans certains journaux financiers, et notamment dans *Le Pour et le Contre*, en vue d'engager le public à souscrire des Bons à deux ans « dont le revenu est affranchi de toutes taxes et impôts, y compris l'impôt général sur le revenu ».

Enfin, l'intérêt des Bons de la Défense Nationale, payé par anticipation lors de la souscription des Bons, échappe au prélèvement de 10 % institué par le décret-loi du 16 juillet 1935.

1. Cf. Troisième Partie, Chapitre I.

2. N° 15889, *Journal Officiel*, 27 mai 1928.

CHAPITRE II

NATURE ET RÔLE ÉCONOMIQUE DU BON DE LA DÉFENSE NATIONALE À DEUX ANS

1° Le Bon de la Défense Nationale n'est pas une monnaie

La question s'est maintes fois posée de savoir si le Bon de la Défense Nationale, tel du moins qu'il se présentait avant la disparition des Bons à 1, 3, 6, ou 12 mois et leur remplacement par un type uniforme à deux ans, ne devait pas être considéré comme une véritable monnaie et si, par suite, les émissions de Bons n'apparaissent pas comme un procédé indirect d'inflation. Effectivement, les Bons étaient émis en coupures de faible importance, répartis entre une multitude de petits souscripteurs qui avaient la faculté soit d'utiliser leurs Bons comme instruments de paiement dans leurs transactions, soit de les transformer en billets de banque, lors du renouvellement. Des demandes massives de remboursement pouvaient mettre le Trésor dans une situation difficile et le contraindre à demander à la Banque de France de nouvelles avances, qui se seraient traduites sous forme de nouveaux billets et auraient accru ainsi

le montant de la circulation fiduciaire. Ce dernier argument était fondé. En 1925, la crise du crédit public rendant presque impossible le placement de nouveaux Bons de la Défense Nationale, en échange des Bons présentés en masse au remboursement, le maximum des avances de la Banque fut augmenté à quatre reprises : il passa de 22 à 39 1/2 milliards et, corrélativement, le maximum d'émission de billets de banque passait de 45 à 58 1/2 milliards. C'était bien là une véritable inflation, provoquée par le non-renouvellement des Bons en circulation. Comme le faisait fort justement remarquer M. Rist, dans son livre *La déflation en pratique* : « toute nouvelle émission de Bons constitue une émission potentielle de billets entraînant, si elle se réalise, hausse des prix et baisse du change ».

Il était plus difficile par contre de soutenir que le Bon de la Défense Nationale jouait le rôle d'une véritable monnaie. Au cours de la deuxième séance de la Chambre des Députés du 8 novembre 1921, répondant à un orateur qui venait d'assimiler les émissions de Bons de la Défense à des émissions de papier-monnaie, le Président Doumer, alors Ministre des Finances, avait brièvement indiqué les raisons qui rendaient impossible cette assimilation. « Il y a entre le Bon de la Défense Nationale et le papier-monnaie une différence qui condamne le papier-monnaie : Le Bon de la Défense Nationale représente un capital qui a été prêté à l'Etat. Ces 100 fr. qui ont été prêtés existent donc : c'est un capital. Le billet de banque est, au contraire, un instrument de la circulation fiduciaire ; il tire sa valeur de la confiance qu'on a dans le crédit de l'Etat. Il ne représente pas un capital. Ce qui caractérise l'emprunt de l'Etat à la Banque et l'émis-

sion de billets à cours forcé qu'elle entraîne, c'est la création artificielle d'un pouvoir d'achat. Quand l'Etat au contraire contracte des emprunts publics à court terme, il ne crée aucun pouvoir d'achat nouveau. Il demande seulement au public de lui prêter une partie de son épargne. Au lieu de créer des capitaux, des images de capitaux, il emprunte des capitaux qui existent réellement. Loin d'avoir aggravé les effets de l'inflation, l'émission des Bons de la Défense Nationale en a souvent atténué les inconvénients : en offrant au public un placement commode, elle a favorisé l'épargne et empêché ainsi le pouvoir d'achat créé par les emprunts de l'Etat à la Banque d'être utilisé dans une trop forte proportion pour l'achat de marchandises ».

Cette argumentation a été reprise et développée ultérieurement dans des travaux dûs à MM. Masse¹ et Cagneul². Arrivant à une conclusion plus conforme à la réalité économique, le premier de ces auteurs comparait le Bon de la Défense Nationale à un prêt fait à l'Etat. « C'est, écrivait-il, de la part du souscripteur une renonciation temporaire à une dépense puisqu'il remet à l'Etat une partie du pouvoir d'achat que représentent pour lui les billets de banque en sa possession ».

Quoi qu'il en soit, si de telles questions pouvaient se poser lors de l'existence des Bons très courts, il n'en est plus de même avec le Bon à deux ans. Celui-ci n'a même plus en effet les apparences d'une monnaie. Les petites coupures ont été supprimées ; les Bons très courts ont disparu de la circulation. Les Bons à deux ans sont, pour la plus grande partie, concentrés dans les portefeuilles

1. J. Masse, *Le Bon de la Défense Nationale*, thèse, Paris, 1925.

2. R. Cagneul, *Le Bon de la Défense Nationale*, thèse, Paris, 1924.

des établissements de crédit ou détenus par les banques ; ils ont échappé à ce vaste public des petits épargnants qui pouvaient être tentés d'utiliser les Bons comme instruments de paiement. D'autre part, et surtout, ce n'est plus au Trésor lui-même que les porteurs de Bons en demandent le remboursement ; ainsi n'est-il plus à craindre que des demandes massives de remboursement — ce qu'on a justement appelé « un plébiscite de Bons » — ne l'obligent à se faire consentir par la Banque de France de nouvelles avances. C'est maintenant à la Caisse Autonome qu'incombe le service de l'intérêt et du renouvellement des Bons. On a vu, dans un chapitre précédent, comment, dès les premiers mois de son fonctionnement, elle s'était attachée, avec succès, à écarter les menaces de remboursements massifs. Mais comme elle n'aurait pas été en mesure, le cas échéant, de trouver auprès de la Banque de France un concours aussi efficace que celui qui avait été consenti au Trésor, elle a reçu les moyens de faire face à ses obligations. Dans la séance de la Chambre des Députés, à laquelle il vient d'être fait allusion, l'orateur interrompu par le Président Doumer dans les termes ci-dessus rapportés, avait riposté :

« Votre objection serait bonne, M. le Ministre, votre réponse serait pertinente si vous pouviez me dire : voilà le gage du Bon de la Défense Nationale. Mais, en fait, il n'y a pas d'autre gage au Bon de la Défense Nationale, comme au billet de banque, que le crédit de l'Etat et la situation est identique pour les deux espèces de monnaie ».

Ce gage, il existe aujourd'hui, grâce à l'affectation à la Caisse de ressources spéciales consacrée par les lois des 7 et 10 août 1926.

2^o *Il n'est pas un fonds d'Etat*

N'étant plus, même en apparence, assimilable à un papier-monnaie, le Bon de la Défense Nationale n'est pas non plus un fonds d'Etat. Le fonds d'Etat se caractérise par sa durée : il est perpétuel ou amortissable dans un certain délai, d'ordinaire assez long ; l'intérêt est exempt d'impôt, mais peut faire l'objet d'une opération de conversion ; l'étendue de l'opération d'emprunt est limitée et l'opération elle-même exige l'autorisation du Parlement ; enfin les fonds d'Etat sont cotés en Bourse. La plupart de ces caractères manquaient déjà aux Bons très courts : le Ministre des Finances réglait lui-même l'importance et l'ordre des émissions ; l'intérêt des Bons, payable lors de la souscription, était ainsi nécessairement le même pendant toute la durée du Bon ; enfin les Bons n'étaient pas cotés en Bourse. Toutefois, exempt d'impôt, au même titre que la rente, le Bon mettait en jeu également le crédit de l'Etat ; on peut même dire qu'il engageait ce crédit d'une façon plus pressante : en effet, dans les périodes d'incertitude et les crises de confiance, le porteur de rente n'a pas le moyen d'exiger de l'Etat le remboursement de son titre ; il peut seulement le vendre en Bourse et provoquer ainsi un abaissement des cours qui aura pour conséquence une hausse du loyer de l'argent ; au contraire, le porteur dont le Bon arrive à échéance peut exiger le remboursement, et des demandes multipliées provoquent la faillite ou l'inflation. Ainsi pouvait-on être tenté de voir dans le Bon de la Défense à très court terme un véritable titre d'Etat, offrant aux porteurs des avantages au moins aussi substantiels que ceux de la rente. C'est d'ailleurs au cours de la guerre et dans les mois qui suivirent, alors que le marché des

rentes était pratiquement fermé, que cette concurrence entre la rente et le Bon fut surtout marquée.

Entre le Bon à deux ans et le fonds d'Etat, la comparaison n'est plus soutenable : la Caisse Autonome, dont le Conseil d'administration règle les émissions, aménage les échéances, propose au Ministre des Finances le taux à allouer aux Bons, s'est entièrement substituée à l'Etat : c'est son crédit propre, et non plus celui de l'Etat, qui est engagé dans le Bon. Ce seul fait suffit à distinguer le Bon des fonds d'Etat.

3° *C'est un dépôt à terme*

Le Bon de la Défense Nationale présente en réalité tous les caractères d'un *dépôt à terme*, assimilable au dépôt en banque. Dans un important article consacré au « Redressement économique et financier de la France » et paru dans la *Revue Economique Internationale* (octobre 1925), M. le Professeur Lescure l'a fort clairement démontré. La création des Bons de la Défense Nationale a permis au Trésor de se procurer d'importantes masses de capitaux qui, sans ce drainage, seraient allées grossir le montant des dépôts en banque. Il en était résulté, dans la période d'après-guerre, une réduction très importante des opérations d'escompte ; réduction anormale, car il était dangereux pour l'Etat de se substituer aux banques de dépôt, et de se faire ainsi le trésorier d'une foule d'entreprises dont il n'était pas en mesure de connaître les besoins. La banque de dépôt en effet est en rapports plus directs et plus constants avec ses déposants ; il lui est plus facile de prévoir toutes les éventualités : aussi conserve-t-elle des liquidités importantes ; elle nourrit ses dépôts grâce à des opérations de crédit à très court

terme ; elle entre en portefeuille des valeurs facilement et rapidement mobilisables. Au contraire, l'Etat, à l'époque où il émettait des Bons de la Défense Nationale, immobilisait le montant desdits Bons, politique qui ne présentait pas de grands inconvénients quand les rentrées de fonds compensaient les sorties, c'est-à-dire quand le montant des souscriptions égalait ou dépassait le montant des remboursements, mais qui devenait singulièrement dangereuse quand celles-là étaient inférieures à ceux-ci, comme ce fut le cas en 1925.

Il n'en reste pas moins que le Bon de la Défense Nationale a joué, depuis sa création, le rôle d'un dépôt. C'est ce que fait nettement ressortir le passage suivant tiré de l'article de M. le Professeur Lescure :

« Le rôle économique du Bon est celui d'un dépôt. Et voilà qui nous explique sans doute le très faible accroissement des dépôts dans les sociétés de crédit, et même leur sensible fléchissement, si on convertit en or les statistiques en francs papier et si on les rapproche des dépôts de 1914.

Mais le Bon de la Défense a fait réaliser à la pratique du dépôt d'immenses progrès : il a pénétré profondément dans les campagnes par le guichet des postes, l'étude des notaires, le bureau du percepteur. Il a attiré à lui la petite, la moyenne épargne aussi bien que les fonds disponibles des grandes sociétés. L'énorme gonflement de dépôt dans les sociétés de crédit britanniques a pour symétrique, en France, la constitution depuis la guerre, de l'énorme portefeuille des Bons de la Défense. L'agriculteur, le détaillant, l'industriel, les grandes affaires ont, sous forme de Bons, leur fonds de roulement, tout comme le simple particulier (paysan ou autre) convertit

en Bons l'épargne qu'il placera à long terme, le moment venu ».

Le Bon à deux ans reste, comme les Bons de l'ancien type auxquels s'appliquait l'analyse définitive de M. le Professeur Lescure, assimilable à un dépôt à terme. Mais il y a eu changement dans la personne du dépositaire et dans celle des déposants. Le dépositaire, depuis 1926, c'est la Caisse Autonome, qui peut, elle, se comporter en véritable banque de dépôts, c'est-à-dire conserver une encaisse liquide suffisante pour couvrir le montant des échéances ou des remboursements. Quant aux déposants, ce ne sont plus les industriels et les commerçants, auxquels la durée plus longue des Bons interdit de se constituer un fonds de roulement en Bons de la Défense. Ce sont principalement les établissements de crédit pour lesquels le Bon à deux ans représente un des meilleurs placements à court terme, et, d'une façon générale, les banques pour lesquelles le Bon, grâce à ses grandes facilités de négociation et de mobilisation, constitue un très sûr moyen de trésorerie¹. Le montant, relativement peu important, des Bons qui sont entre les mains des particuliers représente au contraire une épargne en instance de placement : le Bon permet en effet à l'épargnant qui dispose de fonds, mais qui n'estime pas les circonstances favorables à leur investissement, d'attendre une époque où les conditions de sécurité lui paraîtront plus réelles, ou la rémunération de son capital plus intéressante.

Moyen de trésorerie, épargne en voie de fixation, le Bon à deux ans continue à jouer, sous ce double aspect, le rôle économique d'un dépôt à terme.

1. Cf. Deuxième Partie, Chapitre III.

4° *Ce dépôt à terme est solidement garanti*

Qui dit dépôt suppose une garantie à ce dépôt ; et la sécurité du dépôt est en raison directe de la réalité de la garantie. Par là, et indépendamment des conditions de durée et de taux, le Bon de la Défense Nationale, tel qu'il est sorti de l'application des lois des 7-10 août 1926, se distingue nettement du Bon du Trésor ordinaire à très court terme. Ce dernier en effet — comparable aux Bons de la Défense Nationale antérieurs à 1926 — a pour garantie l'encaisse du Trésor. Or, si cette encaisse est substantielle, c'est qu'on se trouve dans une période d'excédents budgétaires, et alors le Trésor n'a nul besoin d'émettre des Bons : au lieu d'emprunter, il se libère au contraire d'une partie de sa dette, par exemple en remboursant des avances de la Banque de France, ou en amortissant un emprunt à long terme. Si l'encaisse est nulle ou trop faible pour permettre l'exécution normale du budget, il fait un appel de fonds, le plus souvent grâce à des emprunts très courts qu'il pourra rembourser dès que sera passée la période de basses eaux des rentrées fiscales : c'est alors qu'il émet des Bons. Mais ceux-ci ne sont pas ou sont insuffisamment gagés puisque le Trésor ne les émet qu'en raison de la précarité de son encaisse.

Au lieu de cette garantie plus théorique que réelle, le Bon de la Défense Nationale est garanti par l'encaisse de la Caisse Autonome, et les ressources spéciales affectées à la Caisse. Si l'on se reporte aux rapports annuels du Conseil d'administration (4^e partie, *Recettes et dépenses effectives*) on peut constater que la Caisse a toujours disposé de sommes importantes, largement suffisantes pour lui permettre de faire face à toute éventualité. Ses

liquidités (encaisse proprement dite, compte-courant au Trésor et à la Banque de France) s'élevaient environ à :

8,2 milliards	au 31 décembre 1927
5,4 —	au 31 décembre 1928
6,5 —	au 31 décembre 1929
7,9 —	au 31 décembre 1930
6,9 —	au 31 décembre 1931
3 —	au 31 décembre 1932
2,6 —	au 31 décembre 1933

On reviendra, dans un autre chapitre, sur le fléchissement constaté depuis la fin de 1932¹. Mais, mêmes réduites dans ces proportions, les disponibilités de la Caisse lui permettent de surmonter des difficultés passagères. Il n'apparaît pas en effet que les Bons de la Défense Nationale soient longtemps dédaignés : en 1934 par exemple, une courte crise de confiance fit passer le taux des Bons de 3,50 à 4% — pendant trois mois environ — après quoi il revint à 3,50 et même à 3. En 1935, il remonta à 4,50 mais retomba bientôt à 4 (voir graphiques n° 1 et 3).

Quant aux impôts affectés à la Caisse, ils ont fait l'objet, au profit des porteurs de Bons, d'une véritable mise en gage analogue à un nantissement. Il y a bien eu, en quelque sorte, dépossession, de la part de l'Etat, de recettes qui devaient normalement lui revenir. L'art. 2076 du Code civil stipule que « le privilège ne subsiste sur le gage qu'autant que ce gage a été mis et est resté en la possession du créancier ou d'un tiers convenu entre les parties ». Ici, c'est le Conseil d'administration qui joue le rôle de ce tiers : il assure la conservation du gage et en utilise le revenu jusqu'à extinction de la dette primitive. On ne peut objecter que l'Etat

1. Troisième Partie, Chapitre I. La crise 1933-1934.

créancier, s'étant réservé de fixer le taux desdits impôts, pourra, s'il le juge utile, réduire ce taux et diminuer ainsi l'importance du gage, ou qu'un fléchissement dans le rendement (comme celui auquel nous assistons depuis deux ou trois ans) sera de nature à ébranler la solidité de la garantie, puisque, dans l'un et l'autre cas, des crédits seraient nécessairement ouverts au budget de l'Etat pour parfaire la différence avec le montant de la dotation minimum légalement, constitutionnellement, reconnue à la Caisse.

Voilà pourquoi, aussi longtemps que resteront en vigueur les lois des 7-10 août 1926, le Bon de la Défense Nationale à deux ans apparaîtra comme un mode de dépôt particulièrement sûr et un titre de crédit d'une rare solidité.

CHAPITRE III

LES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE ET LE MARCHÉ MONÉTAIRE

1^o *Introduction des Bons sur le marché* *Rôle de la Caisse des Dépôts et Consignations*

Les Bons de la Défense Nationale, avant la réforme de 1926 et la disparition des Bons très courts, étaient — comme sont aujourd'hui les Bons du Trésor ordinaires — des valeurs à court terme du Trésor public. Comme tels, ils constituaient pour les banques un mode avantageux de remploi court, ce qu'on peut appeler par opposition aux liquidités immédiates et aux investissements proprement dits, « un placement de deuxième réserve »¹. Ces Bons étaient en effet à échéance relativement proche, ils faisaient l'objet d'un marché régulier et soutenu ; ils étaient admis à l'escompte par la plupart des grandes et moyennes banques. Facilement mobilisables, ils étaient un élément très actif du marché monétaire. De plus, les banques trouvaient en eux une source de bénéfices substantiels. D'abord, les souscriptions pour le compte de leurs clients, leur permettaient de percevoir

1. Fr. Radot, *La liquidité dans les Banques*, thèse, Paris, 1934.

d'appréciables commissions ; ensuite, en conservant en portefeuille les Bons souscrits, elles employaient leurs capitaux à un taux suffisamment rémunérateur, et, étant donné la qualité de l'émetteur des Bons, dans des conditions de sécurité assez grandes. Mais surtout, les Bons se prêtaient à des combinaisons variées et avantageuses. Celles-ci ont été décrites par M. Pierre Cauboue, dans un article sur « la Trésorerie des Banques » paru dans le *Journal des Economistes* (15 décembre 1927), et dont est extrait le passage suivant :

« Il est alloué aux banques agréées par le Trésor pour recevoir les souscriptions une commission de placement de 3 p. 1.000 pour les Bons à un an, de 1,50 p. 1.000 pour les Bons à six mois, de 0,75 p. 1.000 pour les Bons à trois mois. Pour calculer l'intérêt que ces Bons leur rapportaient, il faut tenir compte du fait que l'intérêt des Bons est payable d'avance. En souscrivant des Bons à un an à 5 %, une banque percevait un intérêt de 5,596 %. Les banques pouvaient facilement échelonner leurs souscriptions sur toute l'année en Bons à différentes échéances et s'assurer ainsi, à des intervalles restreints, des rentrées de fonds que, suivant l'état de leur trésorerie, elles conservaient ou réemployaient en de nouvelles souscriptions. Si par hasard, entre deux rentrées, elles avaient un besoin inopiné de capitaux, il leur était possible de réescompter ces Bons auprès d'autres banques, ou de les mettre en pension ».

Ce système des pensions pratiqué entre banques n'était à vrai dire qu'un pis-aller ; il ne pouvait porter sur des montants très considérables. C'est surtout parce qu'ils étaient bancables dans un délai relativement court (Bons de trois mois à un an) ou même immédiatement

(Bons de un à trois mois) que les Bons de la Défense Nationale étaient recherchés sur le marché monétaire.

Après leur prise en charge par la Caisse Autonome, ils ne paraissaient plus devoir offrir les mêmes facilités de mobilisation. On a vu, en effet, dans la première partie de cette étude, comment, dans un laps de temps assez bref, le Conseil d'administration de la Caisse avait supprimé les Bons très courts et leur avait substitué les Bons à deux ans. Ceux-ci avaient été émis à partir du 1^{er} janvier 1927 ; les premiers viendraient donc à échéance le 1^{er} janvier 1929 et ne seraient bancables qu'à partir du 1^{er} octobre 1928. Or, dès le milieu de l'année 1927, la plupart des Bons très courts sont déjà supprimés, et il ne reste en circulation que des Bons à un an, dont la disparition sera un fait accompli au mois de juin 1928. Le marché monétaire allait ainsi se trouver pendant plusieurs mois privé d'un élément important. En admettant même que cette passe pût être doublée sans trop de risques, l'avenir des nouveaux Bons ne paraissait pas très assuré. Sans doute, à la crise de 1925-26 avait succédé un fort mouvement de reprise sur les Bons de la Défense Nationale, pleinement justifié par le retour de la confiance et le redressement de la situation politique et financière. Mais la période d'enthousiasme une fois passée, les banques ne se détourneraient-elles pas peu à peu d'un titre dont le délai d'échéance faisait obstacle à une mobilisation rapide, et qui, par suite de la politique d'amortissement et de contingentement pratiquée par la Caisse Autonome, ne permettait plus d'effectuer des remplois courts à des taux avantageux ?

C'est alors que la Caisse des Dépôts et Consignations pratiqua sur les Bons de la Défense Nationale une opéra-

tion qu'elle étendit ensuite, mais sur une petite échelle à des traites des Compagnies de chemin de fer ou des Compagnies de navigation : la prise en pension. Au cours d'une conférence sur le « marché monétaire » faite le 21 février 1930, M. Jean Velay, directeur général de la Banque française d'acceptations, résumait ainsi la situation telle qu'elle se présentait en 1927 :

« La suppression des Bons à court terme risquant d'apporter un trouble sérieux dans l'administration des dépôts bancaires, du moins tant que le marché ne disposerait pas de Bons à deux ans susceptibles d'être escomptés c'est-à-dire pendant 21 mois, la Caisse des Dépôts a commencé à prendre en pension des Bons de la Défense Nationale pour des montants élevés et pour des périodes très longues au début ; un marché important s'est ainsi rapidement créé qui a, en fait, procuré aux établissements financiers les mêmes facilités de mobilisation que les anciens Bons courts »¹.

Dans un article sur « l'évolution des sources de bénéfices des banques de 1925 à 1930 » qui fait suite à l'article ci-dessus cité, et paru également dans *Le Journal des Economistes* (15 juin 1930) M. Pierre Cauboue cite le cas d'une banque parisienne d'importance moyenne qui réalisa ainsi, en 1927, trois millions de bénéfices (commissions, différences d'intérêts sur la pension et sur la vente) en entretenant une moyenne de 150 millions de Bons en pension. Evidemment, la Caisse des Dépôts et Consignations était seule en mesure de donner à ces opérations de pension une grande envergure. Elle les uti-

1. Ces lignes sont citées dans un article paru dans la *Revue Economique Internationale* (avril 1933) sous la signature de M. Ch. Corcelle et intitulé « Le crédit de banque français d'après sa durée ».

lise encore actuellement pour ses emplois à court terme.

La Caisse des Dépôts, qui était à l'origine un simple dépositaire de fonds, des fonds provenant de consignations judiciaires, de successions litigieuses ou en deshérence, a vu, en effet, ses attributions sans cesse accrues. En dehors de ses services propres, elle est maintenant préposée à la gestion de multiples institutions, telles la Caisse Nationale des Retraites pour la Vieillesse, les Caisses Nationales d'assurance en cas de décès et en cas d'accident ; elle centralise les fonds des divers groupements publics ou privés, et en particulier les fonds des Caisses d'épargne et ceux des Caisses d'Assurance Sociale. Vers elle affluent ainsi des masses importantes de capitaux, qui tous sont des capitaux appartenant à des particuliers, et qu'elle doit gérer avec la plus grande prudence. Elle est devenue une véritable banque de dépôts. Ce caractère s'est surtout accentué depuis l'élévation à 20.000 et à 100.000 fr. du plafond des dépôts des particuliers et des sociétés ¹ dans les Caisses d'épargne (art. 61 de la loi de finances du 31 mars 1931). Or ces dépôts des Caisses d'épargne sont d'un maniement délicat : la Caisse doit les réemployer à un taux assez avantageux pour permettre aux Caisses d'épargne de servir, à leur tour, à leurs déposants un intérêt substantiel, mais il lui faut concilier ce souci d'un bon rendement avec la nécessité de ne pas immobiliser les fonds déposés au delà d'une certaine limite. Ces dépôts sont en effet, en totalité, remboursables à vue. Si déjà, en période normale, l'équilibre n'est pas constant entre le mouvement des retraits et celui des dépôts, à plus forte raison, dès qu'apparaît

1. Sociétés de Secours Mutuels et institutions spécialement autorisées à cet effet par le Ministre chargé de la Prévoyance Sociale.

le plus petit symptôme de crise politique ou financière, le rythme des retraits s'accélère et exige des disponibilités considérables. La Caisse des Dépôts ne peut donc placer en rentes sur l'Etat, en obligations, en prêts à des collectivités publiques, en immeubles, qu'une partie de ses capitaux. Elle est tenue, comme une banque, de conserver des liquidités importantes et de rechercher dans une très large mesure des emplois fructueux à très court terme¹. Les pensions de Bons de la Défense Nationale remplissent cette double condition.

2° Mécanisme et nature juridique de l'opération de pension

Qu'est-ce qu'une opération de mise en pension ? Le mécanisme en est simple. En voici le schéma :

Un porteur de Bons, en l'espèce une banque, dispose en date du 1^{er} février 1935 d'un Bon de la Défense Nationale d'un million, à échéance du 1^{er} février 1936. Ce porteur a un besoin immédiat d'argent liquide. Or son Bon de la Défense ne sera bancable qu'à partir du 1^{er} novembre 1935. Il demande donc à un prêteur, ou dépositaire, d'accepter ledit Bon en pension, pour trois mois par exemple. En supposant que le taux de la pension à trois mois soit alors de 3 %, le prêteur ou dépositaire remettra au porteur, en échange du Bon pris en pension, une somme égale à la valeur nominale du Bon,

1. Au 31 décembre 1933, les ressources de trésorerie de l'ensemble des services de la Caisse des Dépôts et Consignations forment un total de 16.048 millions, et la masse des fonds remboursables à vue est de l'ordre de 59 milliards (chiffres extraits du rapport de la Commission de surveillance de la Caisse des Dépôts et Consignations sur les opérations de l'année 1933).

Cf. également, « La Caisse des Dépôts et Consignations », par M. Dailey, thèse, Paris 1934.

moins l'intérêt à 3 % restant à courir jusqu'à l'échéance, c'est-à-dire dans le cas présent :

$$1.000.000 - 30.000 = 970.000 \text{ fr.}$$

Au bout de trois mois, pour rentrer en possession du Bon mis en pension, le porteur devra verser à son tour au prêteur une somme égale à la valeur nominale du Bon, moins l'intérêt à 3 % restant à courir jusqu'à l'échéance soit :

$$1.000.000 - \left(\frac{30.000 \times 9}{12} \right) = 977.500 \text{ fr.}$$

La différence entre 977.500 et 970.000, soit 7.500 fr. représente le prix de la pension ; c'est le bénéfice que le prêteur a tiré de l'opération, et le sacrifice que le porteur a dû consentir pour se procurer de l'argent frais sans toutefois se débarrasser définitivement d'un titre qui lui donne, par ailleurs, les plus sérieuses garanties.

Dans l'exemple ci-dessus, la pension est à trois mois. Elle peut être à sept, quinze ou trente jours, ou à deux mois. Le taux, variable avec la durée de la pension, est toujours strictement adapté aux conditions du marché ; il est fixé par le prêteur ; quand ce prêteur est la Caisse des Dépôts, par simple décision du Directeur général. Les calculs d'intérêt sont simples, ni le taux d'émission des Bons, ni leur valeur actuelle n'étant pris en considération. L'opération est donc d'une pratique facile.

Du point de vue juridique, la prise en pension se rapproche de l'avance sur titres ; mais ces deux opérations ne peuvent être confondues. Dans l'avance sur titres en effet, le montant de l'avance reste toujours sensiblement inférieur au montant des titres avancés ; il subsiste ainsi une certaine marge, destinée à couvrir le prêteur d'une perte éventuelle dans le cas où une défaillance du solli-

citeur le mettrait dans l'obligation de réaliser les titres déposés. Dans la prise en pension, cette marge n'existe pas ; l'avance porte sur le montant nominal du Bon, déduction faite seulement du prix de la pension jusqu'à l'échéance du Bon ; le prêteur est par là même assuré de ne rien perdre, même si le déposant, incapable de reprendre son Bon en fin de pension, doit demander le renouvellement de celle-ci de trois mois en trois mois jusqu'à l'échéance. Possesseur du Bon, il est libre alors d'en demander le remboursement ou le renouvellement, sans aucune mise en demeure ou autres formalités préalables.

La prise en pension n'est pas davantage assimilable à une opération d'escompte ou de réescompte. Dans celles-ci, l'escompteur prend ferme le titre proposé. Le porteur qui fait escompter son titre s'en dépossède définitivement. Le sacrifice qu'il consent, et qui est représenté par la différence entre la valeur nominale du Bon et sa valeur actuelle, lui permet seulement d'obtenir sur le champ un paiement qui ne devrait intervenir que trois, deux, un mois ou quelques jours plus tard. Dans le système de la pension au contraire, le Bon est déposé avec faculté de reprise, ce qu'exprime très exactement le terme de mise en pension. L'opération apparaît alors comme une vente avec condition de rachat, une *vente à reméré*. Le déposant se réserve le droit de racheter au prêteur, au bout d'un temps déterminé, et moyennant un droit de garde, le prix de la pension, son titre qui pourra, avant son échéance, faire l'objet de nouvelles combinaisons.

3° Avantages que le preneur et le donneur d'argent tirent de l'opération

Pour le prêteur, disons pour la Caisse des Dépôts, l'opération offre donc toutes les garanties indispensables. En cas de défaillance de la Banque, elle conserve en portefeuille un titre à court terme sur lequel elle est assurée de ne rien perdre, puisque d'une part le prix de la pension lui a été payé jusqu'à l'échéance du Bon, et que, d'autre part, le crédit de la Caisse Autonome n'étant pas en question, elle est assurée, le moment venu, d'un remboursement intégral. Elle peut, de plus, pour limiter son concours suivant l'état de ses disponibilités fixer un taux légèrement supérieur à celui adopté entre banques pour des opérations de même nature ; elle sait, en effet, qu'on ne s'adresse à elle qu'en dernier lieu, quand toutes les autres possibilités de trouver de l'argent frais ont été épuisées. Elle jouit ainsi d'une situation exceptionnelle, due à l'importance de la masse des capitaux qu'elle brasse, et qui fait d'elle, comme on le répète souvent, « le premier capitaliste de France ». Elle doit cependant entourer ces opérations des plus grandes précautions. Il serait dangereux qu'elle acceptât uniformément toutes les demandes : elle doit rester en contact étroit avec ses clients, être en mesure de bien connaître leurs besoins, leurs habitudes, — conditions indispensables pour de saines opérations de crédit — elle doit garder au système toute sa simplicité et toute sa souplesse, écarter les complications d'écritures qu'entraîneraient nécessairement des demandes émanant de simples particuliers et portant sur des montants peu considérables. Elle ne reçoit que des Bons mis en pension par des banques, et dont le montant n'est pas inférieur à un million.

Cette politique a été clairement définie dans une lettre commune en date du 21 avril 1934 du Directeur général de la Caisse des Dépôts aux trésoriers-payeurs généraux, dont voici la teneur :

« L'attention de mon Administration a été attirée sur la teneur de tracts de propagande distribués aux particuliers dans certaines perceptions, et qui mentionnent notamment que les Bons de la Défense Nationale peuvent être pensionnés à la Caisse des Dépôts et Consignations si avant la date prévue pour le remboursement, un pressant besoin d'argent y oblige les détenteurs.

Je vous signale que l'indication ainsi donnée est complètement inexacte ; les opérations sur Bons de la Défense Nationale qu'effectue la Caisse des Dépôts et Consignations sont réalisées exclusivement à la Direction générale, à Paris, où elles ne sont d'ailleurs traitées qu'avec des établissements de crédit, pour des montants qui ne peuvent être inférieurs à un million, et pour une durée de 1, 2 ou 3 mois au maximum.

Je vous prie, en conséquence, d'inviter les comptables placés sous vos ordres à ne pas donner soit verbalement, soit par écrit dans des notices, des renseignements pouvant laisser supposer aux souscripteurs de Bons de la Défense Nationale qu'ils auront la possibilité de pensionner leurs Bons à la Caisse des Dépôts et Consignations ».

Ainsi la Caisse des Dépôts reste-t-elle entièrement maîtresse de ses opérations et se refuse-t-elle à ramener les pensions à de simples opérations d'escompte.

Pour l'emprunteur — disons pour la banque — la mise en pension de Bons permet de trouver de l'argent frais sur des titres non bancables, et alors que les capitaux sont peu abondants sur le marché ; ainsi le marché

des pensions est-il toujours plus actif au moment des échéances de fin d'année que dans la période d'été, où, par suite du ralentissement des transactions l'argent est moins rare, donc moins cher. De même, dès que, par suite de circonstances diverses, se manifestent les premiers signes d'une tension monétaire, les demandes de pension affluent, et une augmentation des taux ne suffit pas nécessairement à les enrayer : sous peine de pertes bien plus considérables, la banque est prête à accepter un sacrifice même important, mais qui lui permettra de doubler à coup sûr un cap dangereux.

Les banques qui ont ainsi recours à la Caisse des Dépôts ne sont pas les grands établissements de crédit : ceux-ci disposent sans doute en portefeuille d'un fort contingent de Bons, mais la liquidité de leur trésorerie est suffisamment assurée. Ce sont plutôt des banques de moyenne importance, et surtout certaines banques spécialisées dans des opérations de ce genre, et qui peuvent ainsi placer une partie de leurs dépôts tout en conservant le moyen de reconstituer leurs liquidités si les circonstances l'exigent.

4° Importance des opérations de pension pratiquées par la Caisse des Dépôts et Consignations

De 1927 à l'année actuelle, la Caisse des Dépôts a fait porter ses opérations de pension sur des montants très importants qui ont varié de plus de deux milliards (31 décembre 1928-31 décembre 1930-31 décembre 1931) à quelques centaines de millions (700 millions environ au 31 décembre 1932, 200 millions environ au 31 décembre 1934).

Elle a ainsi donné de grandes facilités au marché

monétaire en permettant d'utiliser comme un papier très court un titre dont le délai d'échéance était encore éloigné. En neutralisant les fâcheux effets qu'aurait pu entraîner l'élimination rapide des Bons de l'ancien type, elle laissait à la Caisse Autonome toute liberté de poursuivre sa mission dans les meilleures conditions, avec le minimum de risques dans le minimum de temps. Du fait qu'ils devenaient assimilables à des valeurs à très court terme, plus solides encore que les valeurs ordinaires du Trésor, les Bons de la Défense Nationale devaient jouir d'une grande faveur auprès des banques, et leur marché fut effectivement très soutenu.

Mais à la suite des crises et des tensions monétaires qui se sont multipliées depuis la fin de l'année 1933, la Banque de France a pris, au mois de février 1935, des décisions importantes. Le Conseil général, a, en particulier, admis que la banque pratiquerait elle aussi, dans des conditions spéciales, des avances à très court terme, — de véritables pensions — sur les effets publics à échéance déterminée ne dépassant pas deux ans, c'est-à-dire sur les Bons ordinaires du Trésor et les Bons de la Défense Nationale.

Quelle fut la tenue des Bons au cours de ces crises successives ? Comment sera-t-elle influencée par la nouvelle politique de crédit de la Banque de France ? C'est ce qui va être maintenant examiné.

TROISIÈME PARTIE

Les Bons de la Défense Nationale et les crises monétaires récentes

CHAPITRE PREMIER

LA TENUE DES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE AU COURS DES CRISES RÉCENTES

Les crises politiques et financières influencent doublement la tenue des Bons de la Défense Nationale. D'abord, elles entraînent des difficultés dans le placement des Bons ; les souscripteurs, inquiets de l'avenir, se font plus rares ; il faut leur consentir des conditions avantageuses, pour les faire sortir de leur réserve, c'est-à-dire augmenter les taux d'émission. Souvent même il en résulte un excédent des remboursements sur les souscriptions, et la Caisse Autonome est contrainte, pour parer à cette situation, d'entamer ses disponibilités.

D'un autre côté, les crises politiques et financières s'accompagnant presque nécessairement de mouvements divers sur le marché monétaire, les opérations sur Bons oscillent elles-mêmes plus nerveusement.

Mais alors que le premier effet — plus durable — ne se fait sentir qu'en cas de prolongation de la crise, et si les menaces s'accumulent et se précisent, c'est le plus

souvent dès la première alerte que se manifestent les réactions du marché monétaire, et elles se succèdent sur un rythme accéléré.

Les crises de 1933-34 et de 1935 présentent ce double aspect.

I. La crise de 1933-34

1^o Difficultés dans le placement des Bons

De 1927 à 1932, les Bons ont constamment trouvé preneur. Assurés de pouvoir les mobiliser rapidement et dans des conditions avantageuses grâce aux facilités accordées par la Caisse des Dépôts et Consignations, les banques ont poursuivi régulièrement leurs souscriptions ; une faible partie des Bons se place dans le public. Mais dans le cours de l'année 1933, alors que les répercussions de la crise mondiale apparaissent de plus en plus lourdes, l'instabilité monétaire tend à se généraliser, le marché monétaire s'anémie. Les capitaux disponibles, très abondants encore en 1932, se raréfient de mois en mois. Les banques voient fondre leurs dépôts, leurs disponibilités s'amenuisent. Elles sont contraintes de ne plus renouveler leurs Bons, mais d'en demander l'escompte ou le remboursement à la Caisse Autonome.

Ces difficultés sont constatées dans le rapport du Conseil d'administration de la Caisse :

« Le resserrement du marché monétaire au cours de cette année a mis la Caisse dans l'obligation de porter toute son attention sur les mouvements des Bons de la Défense Nationale et de diriger ses efforts plus parti-

culièrement vers les amortissements ayant un caractère obligatoire.

La circulation des Bons de la Défense Nationale au 31 décembre 1933 était inférieure de 1.939 millions à la circulation au 31 décembre 1932. Mais cette diminution a eu pour cause les difficultés rencontrées pour le placement des Bons, et elle a entraîné une importante réduction des disponibilités de la Caisse. Aussi le Conseil d'administration a-t-il estimé qu'il y avait lieu de fixer à 500 millions seulement le montant des Bons de la Défense Nationale considérés comme définitivement amortis » (Rapport sur les opérations de l'année 1933. Introduction)

C'est ce qui explique qu'alors que le montant des Bons en circulation avait, au 31 décembre 1933, diminué de 1.939 millions sur le montant de l'année précédente (26.481 millions au lieu de 28.420 millions) le maximum légal n'ait accusé pour l'année 1934 qu'une différence de 530 millions (28.090 millions au lieu de 28.620 millions)¹.

Ayant à faire face à de nombreuses demandes de remboursement, la Caisse a dû puiser dans ses disponibilités :

« Il convient de signaler, lit-on dans le Rapport précité, qu'au cours de l'année 1933, la gestion des Bons de la Défense Nationale a nécessité une surveillance particulièrement attentive. Pour la première fois, depuis 1926, les émissions de Bons fixées par le Conseil d'administration en fonction de remboursements n'ont pas été intégralement couvertes et cette situation a entraîné des

1. Voir graphique n° 2.

prélèvements sur les disponibilités de la Caisse qui, au total, ont atteint près de deux milliards » (Rapport sur les opérations de l'année 1933. Conclusion).

Les mesures prises par la Caisse pour atténuer les effets de cette crise sont d'abord le relèvement du taux d'émission des Bons qui passa, le 1^{er} mars 1933, de 2,50 % à 3 % et le 2 décembre 1933, à 3,50 % et, en second lieu, un appel à la clientèle des épargnants ; les avantages fiscaux dont jouissent les Bons sont tels que ceux-ci ne peuvent pas manquer d'être favorablement influencés. La propagande par voie d'affiches dans les bureaux de poste, les perceptions, atteint de nouveau un vaste public. Comme au cours de la guerre et de l'après-guerre, les petites souscriptions privées remplacent les souscriptions massives des banques.

Mais dès le début de l'année 1934, la crise financière se double d'une crise politique grave. Les événements de janvier et février accentuent les difficultés de l'année précédente. Les banques, comme les épargnants, hésitent à engager leurs fonds. La conséquence de cette inquiétude, c'est, le 6 mars 1934, le relèvement à 4 % du taux d'émission des Bons, taux qui n'avait plus été atteint depuis 1929¹.

Toutefois, dès ce même mois de mars, les premiers effets de la trêve politique consécutive aux événements de février commencent à se faire sentir et laissent présager un avenir meilleur. Les banques ne sont toujours pas en mesure de souscrire aussi largement que dans le passé, mais les épargnants ont une fois de plus repris confiance. Les souscriptions reprennent et s'accroissent. Elles sont suffisantes pour permettre un abais-

1. Voir graphique n° 1.

sement du taux d'émission à 3,50% le 19 mai et à 3% le 8 juin.

Anticipant sur le rapport de l'année suivante, le Conseil d'administration de la Caisse constatait cette amélioration dans le rapport ci-dessus cité :

« La crise qui s'est prolongée au cours des premiers mois de 1934 paraît aujourd'hui complètement enrayée. Grâce aux mesures prises par le Gouvernement, le public a repris confiance et les Bons de la Défense Nationale ont retrouvé la faveur dont ils n'avaient cessé de jouir jusqu'à la fin de 1932. L'égénéisation des échéances mensuelles qui avait pu être obtenue d'une manière à peu près parfaite ne se trouve cependant pas gravement compromise. La Caisse s'efforcera d'ailleurs de la rétablir au cours des mois à venir, tout en poursuivant l'amortissement progressif des Bons » (Rapport sur les opérations de l'année 1933. Conclusion).

2° Les réactions du marché monétaire et les Bons de la Défense Nationale

L'évolution du marché monétaire serre les événements de très près ; elle anticipe même, dans une certaine mesure, sur eux. Il est normal d'ailleurs que le marché monétaire dont les transactions sont à courte ou très courte échéance subisse des influences auxquelles échappe parfois le marché financier proprement dit, qui opère à long ou moyen terme.

On a vu, dans le chapitre précédent, que les pensions de Bons par la Caisse des Dépôts étaient — du moins jusqu'à la pratique de la nouvelle politique de crédit de la Banque de France — un recours extrême pour trouver de l'argent frais. C'est dire que le montant des Bons

proposés à la pension à la Caisse des Dépôts est plus ou moins élevé suivant que le marché offre plus ou moins de disponibilités. Cette corrélation apparaît nettement au cours de la crise de 1933-34.

L'année 1932 avait été marquée par une grande abondance de disponibilités monétaires et, en conséquence, par un abaissement sensible du loyer de l'argent à court terme. Les banques eurent donc moins recours aux bons offices de la Caisse. Celle-ci, de son côté, prévoyant que la durée de la crise économique pourrait entraîner un fort mouvement de retraits des fonds déposés dans les Caisses d'épargne, préféra réduire le volume de ses placements temporaires et augmenter ses liquidités proprement dites. De là, au 31 décembre 1932, ainsi que l'atteste le rapport de la Commission de surveillance de la Caisse, une première diminution de 425 millions des Bons de la Défense Nationale en portefeuille, en raison de la diminution des pensions effectuées sur ces valeurs. La même politique est suivie par la Caisse en 1933, pour les mêmes raisons. Mais la situation du portefeuille n'accuse, au 31 décembre 1933, qu'une diminution de 185 millions sur les Bons de la Défense Nationale. C'est que précisément le resserrement du marché monétaire a contraint les banques de présenter plus de Bons à la pension, pour trouver de l'argent frais. Au 31 décembre 1933, époque particulièrement critique à cause des échéances d'une fin d'année très lourde, le montant des Bons en pension atteint 1 milliard environ.

Le mois de janvier 1934, est marqué, comme l'est normalement chaque début d'année par une détente : le montant des Bons en pension tombe, au 31 janvier, aux environs de 190 millions.

Mais alors que d'ordinaire la détente se prolonge sur le mois suivant, elle est enrayée dès le début de février par des événements politiques graves. Les capitaux disponibles disparaissent ; le public, inquiet, se précipite aux guichets des banques pour retirer ses dépôts. Les retraits d'or de la Banque de France se succèdent ; le marché des changes est irrégulier. L'augmentation du taux d'escompte de la Banque, l'arrêt brusque des transactions sur le marché provoquent une recrudescence de mises en pension à la Caisse des Dépôts : le 28 février, le montant des Bons en pension atteint 1.673 millions, c'est-à-dire environ 600 millions de plus qu'au 31 décembre.

La crise est violente, mais courte : dès le mois de mars, la crise de confiance est partiellement résolue. La nécessité où va se trouver le Ministère de trêve de prendre d'importantes mesures financières, mal accueillies par certaines fractions de l'opinion publique, laissent cependant subsister quelque incertitude sur son avenir : au 31 mai, le montant des Bons en pension à la Caisse dépasse encore 800 millions.

C'est en avril seulement que le marché retrouve toute son aisance. Le loyer de l'argent à court terme diminue, entraîné dans la baisse par le taux d'escompte de la Banque de France, dès qu'ont été constatées les premières rentrées d'or. La détente ainsi amorcée se prolongera jusqu'à la fin de l'année. Les capitaux disponibles ayant fait leur réapparition sur le marché, les recours à la Caisse des Dépôts se font moins fréquents ; ils sont même presque nuls à certains moments. Le montant des Bons en pension tombe

à 250 millions environ le 30 avril
à 23 millions environ le 30 mai,
à 55 millions environ le 30 juin.

Au cours des trois mois d'été, par suite de nouvelles inquiétudes, à l'intérieur, parce que la durée de la trêve politique est mise en cause (déposition du Président Tardieu devant la Commission d'enquête), à l'extérieur, à cause de manifestations violentes (assassinat du Chancelier Dollfus, succession du Président Hindenburg) le marché monétaire accuse une nouvelle, mais légère contraction. Elle est tout de même assez sensible pour que le montant des Bons en pension soit en augmentation. Il est de :

140 millions le 31 août
154 millions le 30 septembre

Enfin, vers la mi-octobre, le marché se détend. La trêve politique, un moment rompue, semble devoir se prolonger ; la situation extérieure s'éclaircit par suite de la signature des accords sur la Sarre et du règlement du conflit hongaro-yougoslave. Le montant des Bons en pension tombe, à la fin des mois de novembre et décembre, à une soixantaine de millions. Au 31 décembre, il remonte à environ 200 millions, mais l'augmentation est normale, à cause de l'échéance de fin d'année.

Quant aux taux pratiqués par la Caisse des Dépôts pendant toute cette période, ils s'établissaient comme suit :

	PENSIONS		
	à 1 mois	à 2 mois	à 3 mois
Du 2 décembre 1933 au 2 mars 1934	3, 1 / 2	3, 5 / 8	3, 3 / 4
Du 3 mars 1934 au 22 mai 1934	4	4, 1 / 4	4, 1 / 2
Du 23 mai 1934 au 7 juin 1934	3, 1 / 2	3, 3 / 4	4
Du 8 juin 1934 au 22 janvier 1935 .	3	3, 3 / 4	3, 1 / 2

L'examen de ces chiffres appelle les remarques suivantes :

a. Si l'on se reporte au graphique n° 1 on constate que le taux d'émission des Bons a été porté :

de 3 à 3,50 le 2 décembre 1933
de 3,50 à 4, le 6 mars 1934

et ramené

de 4 à 3,50 le 19 mai 1934
de 3,50 à 3 le 8 juin 1934

Il y a donc un étroit rapport entre les variations du taux d'émission des Bons de la Défense Nationale et les variations du taux des pensions, ce dernier étant toujours légèrement supérieur ou au moins égal au premier. S'il en était autrement, les porteurs de Bons seraient assurés de trouver de l'argent frais sans aucun sacrifice de leur part, et en réalisant même une différence entre le montant de la somme déboursée à la souscription et celui de la somme reçue contre Bons ; ils pourraient être ainsi amenés à multiplier leurs souscriptions avec l'arrière-pensée de mobiliser sur-le-champ les Bons souscrits et de recommencer l'opération avec les fonds ainsi empruntés. Sans doute, le contingentement mensuel des Bons et la fixation d'un maximum de la circulation suffiraient à écarter la menace d'inflation qu'entraînerait nécessairement la pratique d'un tel procédé. Mais on voit quelle source de profits il constituerait pour les banques et à quelles vastes spéculations il donnerait lieu, si les précautions nécessaires n'étaient pas prises.

b. C'est au moment où le montant des Bons en pension est le plus élevé que les taux sont les plus chers. Mais la hausse des taux est surtout pour la Caisse un moyen de

ralentir l'afflux des demandes ; si elle consent à faire entrer des Bons en portefeuille, la nécessité de garder des liquidités suffisantes lui interdit en effet d'accumuler sans limite les effets pensionnés. Toutefois une hausse même brutale des taux ne diminuera pas sensiblement le volume de ses opérations : les emprunteurs savent qu'en raison de la masse des capitaux qu'elle brasse, la Caisse des Dépôts est seule en mesure de leur vendre l'argent qu'ils ne trouvent plus ailleurs, et ils acceptent ses conditions. En somme la Caisse des Dépôts apparaît maîtresse de ses pensions comme la Banque de France l'est de son escompte.

Ainsi a-t-elle, au cours des années 1928 à 1934 et plus spécialement au cours de la crise 1933-34, non seulement joué un rôle important sur le marché monétaire en lui accordant d'incontestables facilités, mais encore exercé un véritable contrôle — et un contrôle en dernier ressort — sur le marché de l'argent à court terme.

Il n'en est plus tout à fait ainsi depuis le début de 1935, la Banque de France ayant alors pris toutes mesures lui permettant d'exercer elle-même ce contrôle.

c. Enfin, parmi les taux ci-dessus énumérés, certains sont des taux purement nominaux. Ce sont ceux des pensions à deux ou trois mois. Dans les périodes troublées, en effet, les opérations ne sont pas à si longue échéance : les preneurs d'argent, comptant sur la fin prochaine de la crise, consentent à payer des taux élevés, mais pour un laps de temps très limité ; de leur côté, les donneurs d'argent ne veulent pas se lier par des engagements lointains, dans la crainte qu'une aggravation de la situation n'entraîne une augmentation de leurs risques. Les pensions pratiquées en 1933-34 par la Caisse des

Dépôts furent donc essentiellement des pensions à un mois.

II. La crise de 1935

Avant d'aborder l'étude de la tenue des Bons de la Défense Nationale sur le marché monétaire dans la première moitié de la présente année, il importe de résumer brièvement les causes et l'étendue des mesures adoptées au mois de février 1935 par la Banque de France.

1. *La nouvelle politique de crédit de la Banque de France*

Depuis longtemps déjà, mais plus particulièrement depuis les fréquentes oscillations des mois précédents, il paraissait opportun de moderniser et de vivifier notre marché monétaire, dont les procédés et les ressources restaient fort rudimentaires, comparées, par exemple à celles dont dispose le marché de Londres qui utilise, aussi complètement et efficacement que possible, tous les capitaux disponibles, tant pour les besoins du Trésor que pour ceux de l'économie privée¹.

Cette réforme était d'autant plus urgente qu'elle devait grandement aider le Gouvernement à poursuivre sa politique d'abaissement du loyer de l'argent, en provoquant une détente des taux de l'argent à court terme et en évitant le retour des brusques contractions du marché, constatées au cours des mois passés.

C'est alors que, résolue à seconder le Gouvernement

1. Les maisons d'escompte spécialisées (Discount Houses), empruntent à court terme à des taux très bas pour souscrire des Bons du Trésor et escompter des effets. Ainsi le Trésor trouve-t-il pour ses Bons un placement sûr et peu onéreux, tandis que de leur côté les entreprises industrielles et commerciales ont la certitude de pouvoir créer facilement du papier négociable à des taux avantageux.

dans ses efforts, la Banque sur la proposition de son nouveau gouverneur, M. Tannery, et après décision du Conseil de régence, le 21 février, accepta de consentir des avances sur les effets publics à échéance déterminée ne dépassant pas deux ans, c'est-à-dire sur les Bons du Trésor de trois mois à un an (les Bons d'une durée inférieure étant déjà bancables) et sur les Bons de la Défense Nationale. Leur montant pourrait dépasser 80 % de la valeur actuelle des titres avancés, sans toutefois que le Conseil s'engageât à en avancer toujours le montant intégral. Le montant et le taux de ces avances figureraient sous une rubrique spéciale dans la situation hebdomadaire de la Banque : ainsi serait-il permis au public d'être toujours renseigné sur l'importance de ces nouvelles opérations¹. La durée des avances serait de 30 jours au maximum, sept jours au minimum.

Par leur durée plus brève, par leur taux moins cher, par la simplification des formalités nécessaires pour les obtenir, ces avances différaient des avances ordinaires sur titres. Elles différaient également des opérations d'escompte et de réescompte qui sont dans la pratique ordinaire de la Banque ; elles lui permettaient de restituer au prêteur les Bons déposés en garantie avant leur échéance ; ainsi ne risquait-elle pas, surtout s'il s'agissait de Bons du Trésor, de se trouver en face de l'Etat, d'avoir à discuter avec lui au sujet d'un renouvellement éventuel, et, en conséquence, d'avoir à apprécier son crédit ; d'autre part, elles ne pouvaient dégénérer en avances déguisées de la Banque à l'Etat, ce qui pourrait se produire en cas d'escompte ou de réescompte pur et simple des Bons du Trésor. Les modalités des nouvelles

1. La Caisse des Dépôts ne fait pas connaître périodiquement le montant exact de ses pensions.

avances donnaient donc à la Banque toutes les garanties désirables.

Ces avances étaient plutôt assimilables aux pensions pratiquées jusqu'alors sur les Bons de la Défense Nationale par la Caisse des Dépôts. Mais comme la Banque de France, du jour où elle intervenait sur le marché de l'argent à court terme, ne pouvait qu'y exercer un contrôle définitif, les pensions consenties par elle et celles consenties par la Caisse des Dépôts différaient sur les points suivants :

D'abord la durée minimum des avances consenties par la Banque était de sept jours, alors que les pensions à la Caisse des Dépôts — depuis le mois de janvier 1935 — étaient à 15 jours. On sait qu'en période de tension, les preneurs d'argent donnent la préférence aux emprunts à terme aussi court que possible, parce qu'ils sont les plus économiques. La Banque donnait donc à ces emprunteurs des facilités plus grandes que la Caisse des Dépôts.

En second lieu le taux des avances de la Banque ($2,5/8$) était sensiblement plus élevé que le taux des pensions à quinze jours à la Caisse des Dépôts ($2,1/2$). Le recours à la Banque ne devant être sollicité qu'à la dernière extrémité, il était normal que le taux des premières fût plus onéreux.

Le taux de $2,5/8$ adopté par la Banque était très inférieur au taux des avances ordinaires sur titres ($4,1/2$), mais légèrement supérieur au taux d'émission des Bons du Trésor de trois mois à un an, qui s'établissait alors à $2,3/8$: il y avait là pour les porteurs de Bons du Trésor une invitation à ne pas abuser du recours à la Banque et à ne la solliciter qu'après avoir épuisé tous les moyens d'action. Pour les Bons de la Défense Nationale, la situation

était plus délicate à résoudre, du fait que leur taux d'émission (3 %) était supérieur au taux des nouvelles avances de la Banque. Les porteurs de Bons de la Défense pourraient être tentés de mettre en pension leurs Bons à la Banque et de recourir ainsi à ses services, alors même que l'état du marché monétaire ne laisserait entrevoir aucune menace de contraction. Le danger d'un tel procédé n'était toutefois pas à craindre, puisque la Caisse des Dépôts consentant des pensions courtes à 2,1/2 c'est d'abord à elle que les porteurs de Bons de la Défense s'adresseraient en cas de besoin, et que, d'autre part, le cas échéant, la Banque pourrait ne pas avancer sur les Bons mis en pension la totalité de leur valeur actuelle au jour de l'opération.

2. Les résultats attendus de cette nouvelle politique

D'une part, le marché de l'argent à court terme allait être assoupli et élargi, grâce à la possibilité de mobiliser rapidement des Bons du Trésor non bancables ; les risques de tension monétaire seraient réduits, le marché disposant d'une matière escomptable plus abondante. Les banques, ayant la certitude de pouvoir obtenir à tous moments, dans de bonnes conditions, des prêts sur leurs Bons du Trésor en portefeuille, pourraient augmenter leurs souscriptions et utiliser au maximum leurs capitaux disponibles ; elles n'auraient plus besoin de conserver des encaisses liquides aussi importantes que par le passé. De son côté, le Trésor rencontrerait moins de difficultés dans le placement de ses Bons. Le 29 janvier 1935, le Gouvernement avait précisément reçu des Chambres l'autorisation de porter le plafond des émissions de 10 à 15 milliards ; il serait aisé de faire absorber

ces nouveaux Bons par le marché en faisant valoir l'importance et l'efficacité éventuelle des mesures prises par la Banque de France.

D'autre part, en ce qui concerne les Bons de la Défense Nationale, leur mobilisation à la Banque de France ne contribuerait sans doute pas à élargir le marché, puisque grâce à la Caisse des Dépôts, elle était depuis longtemps un fait accompli. Mais il était permis de penser que les porteurs de Bons donneraient peu à peu la préférence aux pensions plus courtes de la Banque. La Caisse des Dépôts serait ainsi moins sollicitée ; une partie de ses capitaux liquides, consacrée aux opérations de pension, serait rendue disponible pour d'autres usages et en particulier, pour accorder à l'Etat de nouvelles facilités dans l'application des lois récentes (exécution des grands travaux, financement du marché du blé, etc.).

Les événements qui se sont déroulés de mars à juin 1935 n'ont apporté à ces prévisions qu'une confirmation partielle.

3. Les Bons de la Défense Nationale au cours de la crise de mars-juin 1935

Les raisons de la crise traversée par le marché monétaire de mars à juin 1935, et plus spécialement au cours des mois de mai et juin, résident essentiellement dans les violentes attaques dirigées contre le franc. Celui-ci est un des plus solides piliers du bloc-or ; sa fermeté et son haut cours font obstacle aux manœuvres de la spéculation internationale et de ceux qui voient dans la dévaluation générale le seul moyen de sortir de la crise économique mondiale. Latente jusqu'au début de mai, et bien que les attaques menées jusqu'alors

contre les autres monnaies du bloc-or, et surtout contre le florin hollandais, fussent restées vaines, la campagne dévaluationniste s'intensifie. Ses partisans font état des premiers résultats de l'expérience belge et de la dévaluation du belga de 28 % sur son ancienne parité. Ils se montrent d'autant plus actifs et pressés d'en finir que l'état des finances publiques, obérées par un déficit budgétaire croissant, devient chaque jour plus alarmant et que la dévaluation est présentée par eux comme le seul moyen d'éviter la banqueroute. Comme il était aisé de s'y attendre, cette campagne et l'inquiétude qu'elle engendre tuent la confiance du public ; les retraits d'or de la Banque de France se multiplient. Les capitaux disparaissent. Les taux augmentent. Les Bons de la Défense Nationale n'échappent pas à l'orage. Et les phénomènes constatés en 1933 et 1934 se reproduisent point par point.

D'abord, les souscriptions sont moins abondantes. La conséquence normale de cette réserve des souscripteurs est une élévation du taux d'émission des Bons qui, le 27 mai passe de 3 à 4,50 %. Si on se reporte au graphique n° 1, on constate que jamais l'écart d'un taux à un autre n'a été aussi large depuis 1926. Cette différence permet de mesurer la gravité de la crise qui sévit alors. A la même époque d'ailleurs, le taux d'escompte de la Banque de France passe de 2,1/2 à 3, le 23 mai, de 3 à 4, le 25 mai, de 4 à 6, le 28 mai, tandis que le Trésor lui-même est obligé de consentir pour ses Bons des taux très onéreux : les Bons de trois mois à un an sont émis à 3 % à partir du 24 mai, à 4 % le 27 mai, à 4,50 le 28 mai, à 6 % du 29 mai au 24 juin.

En second lieu, le marché monétaire subit une série de

violentes contractions, qui mettent les banques dans l'obligation de mobiliser sans retard une forte proportion des Bons qu'elles ont en portefeuille. Alors que, jusqu'au début de mai, elles ont peu usé des facilités nouvelles accordées par la Banque de France, les bilans hebdomadaires accusent, à partir du 15 mai, un accroissement rapide des avances de sept à trente jours. De 60.680.000 fr. le 17 mai, elles passent :

à 185.285.000 fr. le 24 mai
et à 936.829.000 fr. le 31 mai

pour retomber ensuite à :

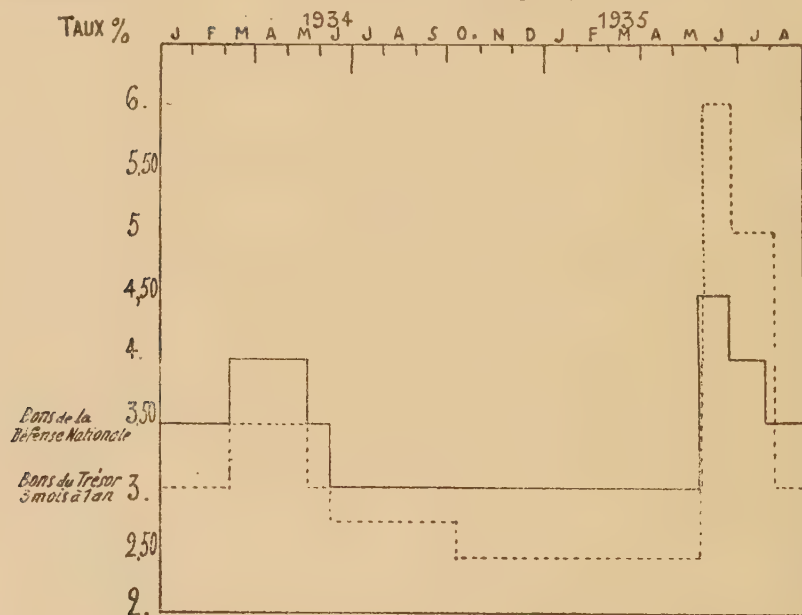
904.829.500 fr. le 7 juin
773.253.760 fr. le 14 juin
751.025.260 fr. le 21 juin

Les Bons présentés en garantie de ces avances sont surtout des Bons du Trésor de trois mois à un an. Quant aux porteurs de Bons de la Défense Nationale, ils font encore largement appel à la Caisse des Dépôts et Consignations, à en juger par le montant des Bons en pension à la fin des deux mois de crise (plus de 900 millions au 31 mai, 1 milliard environ au 30 juin).

Le taux de ces avances et pensions subit naturellement des variations similaires. Mais la promptitude des événements est telle que l'adaptation aux conditions du marché doit se faire presque quotidiennement. Les taux à la Caisse des Dépôts s'établissent comme suit :

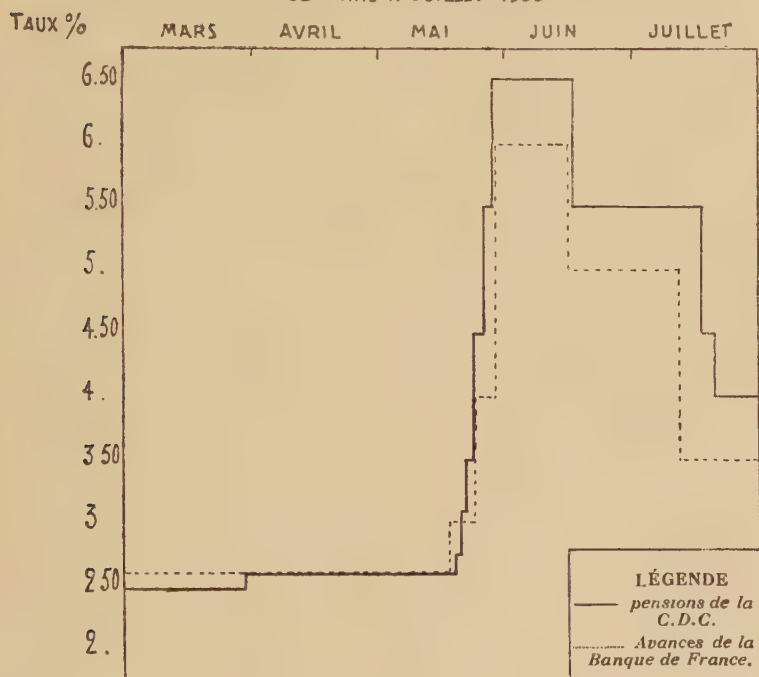
29 mars-20 mai	2, 5 / 8
21-22 mai	2, 3 / 4
23 mai	3, 1 / 8
24 mai	3, 1 / 2
25 mai	4, 1 / 2
27 mai	5, 1 / 2
28 mai - 15 juin	6, 1 / 2
20 juin - 19 juillet	5, 1 / 2

Graphique N°3
 TAUX D'ÉMISSION DES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE
 ET DES BONS DU TRÉSOR DE 3 MOIS À 1 AN
 AU COURS DES ANNÉES 1934 - 1935



Graphique N°4

TAUX DES AVANCES SPÉCIALES DE LA BANQUE DE FRANCE
ET DES PENSIONS DE LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS
DE MARS À JUILLET 1935



cependant qu'à la Banque de France, le taux initial de 2,5/8 passe à 3, de 3 à 4 et de 4 à 6.

Ces brusques écarts révèlent le dérèglement profond du marché. Ils confirment une observation précédemment faite : un accroissement des taux n'entraîne pas *ipso facto* un ralentissement des mises en pension. La mise en pension est une ressource de dernière heure ; ceux qui y ont recours ne regardent pas au prix de l'opération.

Le rapprochement des chiffres ci-dessus cités permet également de constater que si la nouvelle politique de crédit de la Banque de France a pu contribuer dans une large mesure à limiter les dégâts d'une crise extrêmement grave, elle n'a pas suffi cependant à circonscrire l'influence et le champ d'action de la Caisse des Dépôts et Consignations sur le marché monétaire.

C'est seulement au cours des mois suivants et si la détente générale constatée dès le début de juillet devient définitive, que les demandes de pension auprès de cette dernière se raréfieront, laissant ainsi disponibles pour les usages prévus, des capitaux importants.

On constatera dans les graphiques n° 3 et 4 ci-joints les oscillations du marché monétaire au cours des deux crises qui viennent d'être étudiées.

CHAPITRE II

L'AVENIR DES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE

Des constatations qui viennent d'être faites au cours des précédents chapitres, il ressort nettement que les Bons de la Défense Nationale à deux ans d'échéance créés par la Caisse Autonome sont des titres d'une rare solidité qui ont joui et continuent de jouir d'une faveur particulièrement justifiée. Sans doute, leur tenue peut être plus ou moins affectée suivant la tournure des événements ; ils ne peuvent pas ne pas subir les contre-coups des crises de confiance qu'entraînent des difficultés d'ordre politique ou financier. Mais ils sont, en général, moins longtemps et moins profondément touchés que certaines autres valeurs à court terme, les Bons du Trésor par exemple. Cette stabilité relative des Bons tient d'une part au crédit solidement assis de la Caisse Autonome, à la prudence et à la sécurité de ses méthodes, unanimement appréciées, d'autre part à leur large diffusion.

Tandis que les Bons du Trésor, en effet, sont actuellement — comme c'était d'ailleurs le cas avant la guerre — souscrits à peu près exclusivement par les banques, les

Bons de la Défense Nationale ont au contraire une double clientèle : instruments de crédit très mobiles, grâce au système des pensions pratiqué par la Caisse des Dépôts et, depuis peu, par notre Institut d'émission, ils sont très demandés par les Banques ; jouissant d'immunités fiscales qui sont de véritables privilèges, émis à des taux avantageux, ils peuvent avec la même facilité être absorbés par la masse des épargnants, si on décide de faire appel à leur concours. Loin de se contrarier, les demandes de ces deux clientèles sont en raison inverse les unes des autres. En période normale, les banques reçoivent d'abondants dépôts qu'il leur faut nourrir ; elles souscrivent amplement, tandis que le public, assuré de la stabilité du marché, recherche de préférence les titres d'emprunt moyen ou long, dont le taux d'intérêt est plus élevé. En période de crise, au contraire, les banques, contraintes de faire face à d'importants retraits de fonds, se débarrassent des Bons en portefeuille et ne renouvellent pas leurs souscriptions ; mais le public, incertain et inquiet, abandonne les titres longs et recherche les emprunts à court terme, parmi lesquels les Bons de la Défense Nationale lui apparaissent comme un des plus séduisants.

Ces variations ont été confirmées par les faits : de 1927 à 1933, en raison de la persistance des bonnes dispositions du marché, les souscriptions privées ont été de très faible importance. En 1933, dès les premiers symptômes de la crise monétaire, les banques se réservent ; puis, la menace se précisant, les demandes de remboursement commencent à affluer. Mais, la propagande aidant, elles sont vite compensées par un accroissement des souscriptions privées. Aux termes du Rapport

sur la gestion financière des services des P.T.T., au cours de l'année 1934 (*Journal Officiel* du 27 septembre 1935), les bureaux de poste ont émis, en 1934, pour 2.200.041.350 fr. de Bons contre 2.182.061.765 en 1933 ; d'autre part, d'après le montant des remises aux comptables et receveurs des postes ordonnancées par la Caisse Autonome, on peut évaluer à 4.083.693.500 fr. le montant des Bons souscrits à leurs guichets dans le premier semestre de 1934, contre 1.643.158.000 fr. pour le semestre correspondant de 1933. Il en est de même en 1935 : au plus fort de la crise du franc, au 31 mai 1935, la circulation atteint 27.300 millions contre 26.605 millions au 31 décembre précédent. Ainsi, en élargissant son champ d'action, en suivant de près les besoins de sa double clientèle, la Caisse Autonome a tiré les Bons de la Défense Nationale de la dépendance exclusive du marché monétaire : de là leur stabilité relative au cours des crises, même les plus graves.

Si d'ailleurs la Caisse devait choisir l'une de ses clientèles à l'exclusion de l'autre, il n'est pas douteux que c'est aux banques que devraient aller ses préférences. La situation de nos grandes banques est, dans l'ensemble, très saine ; leurs liquidités restent toujours suffisantes pour couvrir les besoins essentiels ; même en période de tension, elles ne sont pas embarrassées par les Bons qu'elles peuvent mobiliser. Quant au ralentissement de leurs souscriptions, il ne sera que provisoire, de plus courte durée, en tout cas, que l'abstention du public inquiet et mal informé. Le recours exclusif aux épargnants serait au contraire plein de dangers. En admettant même qu'il ne soit pas nécessaire, pour séduire cette vaste clientèle, de revenir aux méthodes d'avant 1926 (Bons

à courte échéance, coupures d'un faible montant, facilités de souscription) la Caisse Autonome vivrait sous la menace perpétuelle d'un nouveau « plébiscite » des Bons, menace que ses fondateurs l'avaient précisément chargée d'écarter. Les réactions du public épargnant sont moins nuancées, moins fondées souvent que celles du marché monétaire; une abstention subite de sa part, en période normale, ou des demandes massives de remboursement, à la première alerte, créeraient à la Caisse les pires difficultés. Et il est vraisemblable qu'elle ne trouverait plus alors auprès des banques un concours très actif, celles-ci ayant utilisé dans l'intervalle d'autres modes de emplois courts.

Il est donc souhaitable que la Caisse tienne toujours en éveil l'attention de ses deux clientèles pour demander plus à l'une ou à l'autre, suivant les circonstances : cette saine concurrence contribue à maintenir la fermeté des Bons.

*
* * *

Ce qu'il importe surtout de ne pas perdre de vue, c'est que l'avenir des Bons de la Défense Nationale est assez limité, puisque leur gestion par la Caisse Autonome doit aboutir normalement à leur amortissement complet. Mais il est difficile de fixer le délai dans lequel cet amortissement sera un fait accompli.

De 1926 à 1930 en effet, le montant des Bons en circulation descendait en flèche vers 0, il atteignait au milieu de l'année 1930, son chiffre le plus bas : 24,9 milliards environ mais il remontait bientôt au point d'atteindre, dans le premier trimestre de 1931, près de 29 milliards. Depuis cette date, la descente de la courbe de la circulation

est régulière, mais très lente : alors que du 1^{er} octobre 1926 au 30 juin 1930, la diminution a été de près de 24 milliards (soit environ 50 %), du 1^{er} juillet 1930 au 1^{er} juillet 1935, elle a été de 2 milliards à peine¹ (soit environ 7 %).

Ces chiffres disent assez clairement que si la Caisse Autonome a continué à exécuter fidèlement sa mission, elle a dû se heurter à des difficultés dans la réalisation de ses opérations. Ces difficultés ont été de deux ordres.

En premier lieu, le mouvement de consolidation des Bons a été enrayé par la nécessité où s'est trouvée la Caisse de ne pas priver subitement le marché monétaire d'un de ses éléments les plus actifs et aussi par la hausse des taux d'intérêt. Une opération de consolidation n'est avantageuse que si le taux des titres de remplacement est lui-même suffisamment bas pour ne pas entraîner une augmentation de la charge des intérêts. Or, si les taux d'émission des Bons ont été au plus bas de 1930 à 1933, le taux réel des emprunts à long ou moyen terme, à la même époque, dépassait presque régulièrement 5 %. Il était donc sage, dans ces conditions, de renoncer à poursuivre une opération aussi onéreuse.

En second lieu, depuis 1930, la Caisse Autonome a pratiqué une très large politique d'amortissement de la Dette publique, dans le détail de laquelle nous n'avons pas à entrer ici, mais dont il est certain qu'elle a absorbé une grande partie des disponibilités de la Caisse. On lit dans le rapport du Conseil d'administration sur les opérations de l'année 1932 :

« La Caisse a consacré à des rachats sur les marchés de Paris, de Londres et de New-York une somme de 2.135 millions contre 822 millions en 1931 ; de plus, elle

1. Voir graphique n° 2.

a versé au Trésor en vue du remboursement anticipé d'annuités de dommages de guerre et du remboursement d'échéances massives de certaines dettes non comprises dans le tableau annexé à la Convention du 12 septembre 1930, les sommes respectives de 523 et 3.539 millions contre 354 et 2.987 millions au cours de l'année 1931, enfin les versements effectués par elle au Trésor, au titre de l'amortissement de la Dette publique ont exigé un décaissement de 1.852 millions contre 1.094 en 1931 ».

Depuis 1933, les crises monétaires ont sensiblement réduit le champ de ces opérations. Il n'en reste pas moins que depuis cinq ans la Caisse a surtout travaillé à l'amortissement de la Dette publique et que, de ce fait, l'amortissement des Bons de la Défense Nationale a subi un ralentissement marqué.

Il convient à ce propos de souligner le fléchissement continu des ressources de la Caisse. Aux termes mêmes de la loi constitutionnelle du 10 août 1926, la Caisse devait disposer d'une dotation annuelle minimum, dont le montant serait représenté par le rendement au cours du premier exercice (1927) des ressources qui lui étaient affectées par ladite loi, c'est-à-dire les recettes nettes des ventes des tabacs, la taxe complémentaire sur la première mutation, les impôts successoraux, et les contributions volontaires ; une annuité budgétaire devait compléter, le cas échéant, cette dotation qui, d'après les résultats de l'exercice 1927, ne devait jamais descendre au-dessous de 5.405.800.800 fr. 33. On constatera, par l'examen du tableau ci-joint que, de 1926 à 1932, le rendement des ressources ci-dessus énumérées a toujours dépassé le chiffre de la dotation minimum.

TABLEAU FAISANT RESSORTIR LE RENDEMENT DES RESSOURCES ORGANIQUES
DE LA CAISSE AUTONOME DE 1927 A 1935

Années	Recettes nettes des ventes des tabacs	Taxe complémentaire sur la première mutation	Droits de succession	Contributions volontaires	TOTAL
1927	2.952.038.513, 64	462.464.181, 27	1.941.465.138, 82	49.832.966, 60	5.405.800.800, 33 (dotation minimum)
1928	3.163.155.272, 31	665.704.002, 54	2.178.510.390, 70	1.726.235, 15	6.009.095.900, 70
1929	3.518.067.793, 21	755.461.023, 42	2.726.763.304, 04	592.761, 63	7.000.884.882, 30
1930	3.347.238.289, 29	519.737.721, 39	2.389.504.391, 20	141.794, 95	6.256.622.196, 83
1931	3.479.751.869, 52	334.828.298, 88	2.220.353.891, 47	57.448, 70	6.034.991.508, 57
1932	3.425.614.350, 03	255.550.509, 04	1.979.804.543, 93	86.416, 84	5.661.055.819, 84
1933	3.326.120.219, 69	264.103.712, 92	1.816.332.218, 20	45.622, 66	5.406.601.773, 47
1934	3.524.528.078, 63	192.085.219, 02	1.689.715.389, 79	79.253, 35	5.406.407.940, 79

Note : pour le premier trimestre de 1935, le rendement de ces quatre catégories de ressources a été inférieur de 79.645.537 fr. à celui du trimestre correspondant de 1934.

Toutefois, dès 1930, il est inférieur d'environ 800 millions à celui de l'année précédente. Le fléchissement s'est accentué depuis lors à tel point qu'en 1933 on retrouve sensiblement le même chiffre qu'au 31 décembre 1927 et que, dès 1934, la nécessité s'impose de prévoir soit l'affectation à la Caisse de nouvelles ressources, soit l'inscription dans le budget général d'un crédit correspondant à l'insuffisance constatée.

Il est à peine besoin de signaler les causes de ce fléchissement : elles sont dues pour une part à l'exagération des tarifs fiscaux qui, notamment en matière successorale, et en dépit de quelques dégrèvements partiels, ont amenuisé les patrimoines et réduit d'autant la matière imposable, tandis que, dans un autre domaine, l'onéreuse taxe complémentaire sur la première mutation contribuait à ralentir le mouvement des transactions immobilières. Mais c'est surtout dans la crise économique qui sévit depuis plus de trois ans qu'il convient d'en rechercher l'origine : d'importants capitaux ont été détruits, qui ont par là même, échappé aux impôts successoraux ; les transactions de tous ordres ont été pour ainsi dire suspendues. Autant que l'Etat dont le budget a connu, de ce fait, les pires difficultés, la Caisse Autonome a eu à souffrir de la paralysie générale des affaires.

*
* *

Ces difficultés persisteront-elles longtemps encore ? Il serait imprudent de se prononcer définitivement sur cette question. Mais il est permis de penser qu'elles devraient au moins bientôt s'atténuer. Si la politique d'abaissement du loyer de l'argent à long terme est poursuivie avec méthode et fermeté, si de nouvelles

crises ne viennent pas sans cesse en contrarier les effets, il est possible d'envisager un retour des opérations de consolidation qui ont donné, de 1926 à 1929, de si appréciables résultats. Il reste bien entendu toutefois qu'il ne pourrait s'agir que de la consolidation volontaire et progressive préconisée par les Experts de 1926 et scrupuleusement pratiquée par les dirigeants de la Caisse, et non pas d'une consolidation forcée, dont la seule annonce suffit à jeter un trouble profond sur le marché et à ruiner à l'avance l'effet qu'on pourrait en attendre.

Si d'autre part, dans un avenir plus ou moins proche, la reprise tant attendue des transactions était telle que le rendement des divers impôts accusât une hausse sensible, la Caisse recouvrerait d'abondantes disponibilités qui lui permettraient de reprendre sur une vaste échelle son programme d'amortissement des Bons. Encore conviendrait-il toutefois que l'Etat ne lui imposât pas chaque année de nouvelles charges d'amortissement des autres compartiments de la Dette publique.

Il convient enfin de signaler une mesure récente dont l'effet devrait être, au moins théoriquement, de rendre à la trésorerie de la Caisse une certaine aisance ; pour pallier à l'insuffisance de la dotation minimum résultant du fléchissement des ressources organiques de la Caisse un décret-loi, en date du 21 septembre 1935¹, affecte à la Caisse le produit de l'achat, de la fabrication et de la vente des allumettes chimiques. Le produit net de ce monopole s'élève à 198 millions de francs annuellement. Si, comme c'est probable, la Caisse améliore notablement — ainsi qu'elle l'a fait dès 1927 pour les tabacs — le rendement dudit monopole, il n'est pas douteux qu'elle

1. Voir Annexe n° 2.

devrait trouver là un appoint utile pour surmonter la crise actuelle. Mais cet accroissement de ressources est purement fictif : en contre-partie de la perte de recettes résultant, pour le budget général, de cette cession, une convention, passée le 19 septembre entre le Ministre des Finances et la Caisse Autonome, a mis à la charge de cette dernière une part supplémentaire de l'amortissement contractuel de la Dette publique. Cette convention a pour effet d'alléger de 321 millions de francs environ les dépenses du budget général. Pour celui-ci l'opération se soldera par un bénéfice de 33 millions de francs, tandis que la Caisse, à peine pourvue de ressources nouvelles affectées en principe à l'amortissement des Bons devra les consacrer aussitôt à d'autres usages. Ainsi respecté-on à la lettre les textes de 1926 ; mais on en subordonne l'application aux nécessités du moment.

* * *

Quoi qu'il en soit — et c'est là surtout ce qui importe — la masse des Bons de la Défense Nationale ne constitue plus aujourd'hui un danger pour le Trésor public et pour le crédit de l'Etat. S'il est désirable que ce « legs du passé » disparaisse un jour du marché et que se perde ainsi le souvenir d'une époque malheureuse, il n'y a plus péril en la demeure. Au contraire : après la cessation des abus de l'après-guerre, les Bons ont rendu de tels services qu'on serait tenté de souhaiter que leur fin fût encore lointaine. Mais elle est inévitable. Dans les conclusions de ses rapports annuels, le Conseil d'administration a toujours affirmé sa ferme résolution de mener à bien l'œuvre pour laquelle il a été institué,

c'est-à-dire « l'amortissement complet des Bons de la Défense Nationale ». Il entend toutefois adapter ses actes aux circonstances, et il ne peut être mis en cause si celles-ci ne sont pas toujours ce qu'on pourrait souhaiter qu'elles soient. La prudence et la sûreté de sa de sa gestion passée répondent suffisamment de sa gestion future.

CONCLUSION

Si la politique d'amortissement de la Dette publique pratiquée par la Caisse Autonome, d'abord sous sa libre direction, puis, peu à peu, sous une pression gouvernementale de plus en plus marquée, peut prêter à controverse parce qu'il n'est pas d'une heureuse pratique financière d'amortir quand l'argent qu'il faut emprunter est plus cher que l'argent qu'on rembourse, par contre l'opportunité et le succès de la gestion des Bons de la Défense Nationale n'ont jamais été mis en doute. Il est indéniable en effet que quelques mois ont suffi au Conseil d'administration de la Caisse pour retourner une situation qui n'était rien moins que catastrophique, et mettre fin à une longue erreur. En abaissant rapidement le volume de la circulation des Bons, en s'attaquant au difficile problème des échéances, en mettant de l'ordre et de la régularité là où il n'y avait qu'improvisations successives, il a permis au Trésor public et à l'Etat d'éviter les conséquences de la grave imprudence résultant de l'accumulation, en période troublée, d'une volumineuse dette à court terme.

Parmi les menaces ainsi écartées, la plus pressante était celle des échéances massives et rapprochées ; celles-ci épuisaient littéralement le Trésor et l'incitaient à vivre d'expédients. La réforme de 1926 lui rendit son

aisance et sa souplesse. Pendant plusieurs années, l'expérience parut avoir porté ses fruits.

Mais depuis trois ans se manifeste un retour aux méthodes anciennes, dont la malfaisance avait été cependant assez clairement démontrée. Privé de la faculté d'émission des Bons de la Défense Nationale, et gêné par le fléchissement croissant des rentrées fiscales, le Trésor a placé dans les établissements de crédit, et sous des noms divers (chemins de fer, outillage national, etc.) des Bons à court terme ; d'autre part, le plafond d'émission des Bons du Trésor, fixé à 5 milliards par la loi du 7 août 1926, a été porté à 10, puis à 15 milliards. Ces appels réitérés du Trésor à l'argent court ont eu pour contre-partie une véritable paralysie du crédit privé : alors qu'en 1930 la moyenne mensuelle des émissions s'élevait à 738 millions pour les émissions publiques et à 1.459 millions pour les émissions privées, ces chiffres passaient respectivement pour l'année 1934 à 2.150 millions et 250 millions. Autrement dit, à la fin de 1934, par suite de la concurrence du Trésor, il était devenu pratiquement impossible, pour les entreprises privées de tenter, avec quelque chance de succès, un appel de fonds.

Ainsi s'achemine-t-on vers la reconstitution d'une importante dette flottante et le retour d'échéances difficiles. On allègue le goût du public pour les emprunts courts et la cherté des taux des emprunts longs. Mais qu'une saine gestion des finances publiques rende confiance au premier, ses dispositions changeront, et il se portera tout naturellement vers les opérations à longue échéance. Quant à l'emprunt long, s'il est vrai qu'il est plus coûteux à l'émission que l'emprunt court,

il ne pose pas avec la même acuité le problème des échéances ; et il reste toujours possible, grâce à une sage politique financière, de procéder, dans la suite, à des conversions de taux.

Il est donc permis de se demander si la réapparition, sous une forme ou sous une autre, d'une volumineuse Dette publique à court terme, ne risque pas de compromettre sérieusement l'œuvre poursuivie par la Caisse Autonome. Non que l'existence d'une Dette flottante, même importante, constitue, en elle-même, un risque bien grand : en période normale, les émissions de Bons à courte échéance sont même indispensables ; elles permettent au Trésor de ne pas souffrir de l'irrégularité des rentrées fiscales, celles-ci étant généralement plus fortes dans le second semestre de l'année que dans le premier. Prudemment maniées, elles ne font pas obstacle aux longues prévisions qui sont le fait d'un Gouvernement stable et sûr de sa durée. Aussi bien, l'exemple de l'Angleterre, dont l'endettement à court terme avoisine un milliard de livres sans que ce chiffre provoque sur le marché de sérieuses inquiétudes, tend à prouver qu'un pays, dont la situation financière est saine, n'a pas à souffrir du poids de sa dette flottante.

Mais en période d'incertitude, quand les conditions financières et politiques sont sans cesse remises en question et que les expériences succèdent aux expériences, une volumineuse dette courte devient un bagage singulièrement encombrant ; elle est cause de difficultés inextricables, dont ni la consolidation forcée, ni le moratoire ne permettent de sortir, car le nom seul de ces remèdes est plus dangereux que le mal lui-même.

Or c'est précisément au cours d'une période troublée,

et en raison même de ces troubles, que l'Etat, empêché par la cherté des taux et la méfiance des épargnants de contracter des emprunts à long terme, a multiplié ses appels au crédit à court terme. Sans doute un redressement sérieux est amorcé depuis quelques mois : l'abaissement du loyer de l'argent peut rendre possible des conversions de rentes ; une reprise économique, entraînant une reprise des rentrées fiscales, peut libérer le Trésor de l'inquiétude du lendemain. Mais ces faits heureux, s'ils peuvent se réaliser bientôt, ne sont pas encore acquis. Aussi longtemps que subsisteront des causes d'incertitude, des menaces de crise politique ou financière, l'emprunt court restera seul possible et il faudra sans cesse relever le plafond d'émission des Bons du Trésor. Alors, la moindre alerte, au dedans comme au dehors, replacera le Trésor dans une situation analogue à celle des années 1925-26. Les mêmes erreurs appelant les mêmes maux, et les mêmes maux les mêmes remèdes, l'œuvre de la Caisse Autonome, réduite à néant, serait à recommencer.

On se refuse à croire cependant à l'inutilité des efforts accomplis par la Caisse, et il ne paraît pas concevable qu'on puisse, à intervalles réguliers, lui demander, à elle ou à quelque organisme similaire créé pour les besoins de la cause, de redresser des erreurs sans cesse démontrées, mais renouvelées avec une exemplaire constance.

ANNEXES

ANNEXE I

EXTRAIT DU RAPPORT DES EXPERTS RELATIF AUX BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE

IV. Trésorerie

A. Demandes de remboursements sur la Dette flottante et sur la Dette à court terme.

.....

B. Bons de la Défense Nationale

Le volume des Bons de la Défense Nationale constitue le problème le plus important parce que la Trésorerie a été gênée, dans le passé, lorsque les demandes de remboursements excédaient les souscriptions.

On aperçoit deux causes de non-renouvellement, à l'échéance, de cette catégorie de valeurs du Trésor : appréhensions de natures diverses, besoins commerciaux.

Parmi les causes d'appréhensions, et en dehors de l'instabilité monétaire, il faut citer celles qu'a fait naître la perspective de diverses mesures de force envisagées à certains moments, et, notamment, celle d'une consolidation obligatoire.

Les détenteurs de titres de l'Etat, même si les mesures

dont il est question ne s'appliquent pas à la catégorie spéciale de valeurs qu'ils possèdent, s'attendent à ce qu'elles leur soient ultérieurement étendues. La confiance dans l'exécution des promesses de l'Etat est indivisible.

Le Comité, après avoir passé en revue toutes les hypothèses de cette nature, a écarté la consolidation forcée, le prélèvement sur le capital, l'emprunt forcé et la réduction du coupon des valeurs d'Etat, ces mesures allant à l'encontre du but qu'il a visé.

Si l'Etat renonce résolument à ces solutions, s'il proclame son intention de tenir tous ses engagements (et l'ensemble des mesures recommandées ici doivent lui permettre de les tenir) et s'il amorce la stabilisation de la monnaie, les appréhensions disparaîtront graduellement et les Bons seront renouvelés.

Des demandes de remboursement de Bons peuvent être également provoquées par les besoins commerciaux, soit en cas de hausse des prix, soit en cas de crise économique. La hausse des prix devrait pouvoir être enrayée dans un avenir prochain par la stabilisation monétaire ; la crise économique est inévitable en cas de stabilisation, mais il ne faut pas s'en exagérer l'influence sur la circulation des Bons de la Défense et, notamment des Bons à un an dont la population rurale détient la plus grande partie. D'ailleurs, ce n'est qu'au début de la crise que ce phénomène semble pouvoir se produire ; aussitôt que les premiers effets auront achevé de se faire sentir, une certaine aisance monétaire devrait se manifester.

En dépit de ces considérations, le Comité estime qu'il est absolument indispensable de poursuivre une politique de consolidation volontaire progressive des Bons de la Défense. A cet effet, il recommande d'offrir aux porteurs,

aussitôt que les circonstances paraîtront favorables, un premier emprunt de consolidation qui réponde aux conditions du marché et aux légitimes désirs de sécurité des souscripteurs.

Il pourra également être avantageux d'ouvrir en faveur des porteurs de Bons de la Défense Nationale (et de Bons à court terme 3-10 ans) des facultés d'échange contre des titres existants ou contre des types nouveaux.

En attendant que ces opérations soient réalisables, il importe de prendre une série de mesures pour que le remboursement des Bons de la Défense Nationale soit entouré de toutes les garanties possibles. A cet effet, il a paru de première importance de séparer nettement de la Trésorerie le Bon de la Défense Nationale qui doit être considéré comme un legs du passé. La gestion des Bons de la Défense Nationale serait confiée à une « Caisse de Gestion des Bons de la Défense Nationale », administrée par la Caisse des Dépôts et Consignations, qui possède l'organisation nécessaire. Cette Caisse de gestion assurerait le service de l'intérêt, du renouvellement et du remboursement des Bons. Les conditions d'émission seraient fixées par le Ministre des Finances sur la proposition de la Commission de Surveillance de la Caisse des Dépôts et Consignations. La présence dans cette Commission de représentants de la direction du Mouvement général des Fonds et de la Banque de France fournit l'assurance que la fixation des échéances et des taux serait faite en tenant compte de tous les éléments du marché et, notamment, des conditions en vigueur pour les autres engagements du Trésor et pour les opérations commerciales. Taux et échéances devraient être maniés avec la plus grande souplesse.

La limite maxima de la Dette flottante fixée par la loi du 27 juin 1925, est à la fois imprécise et variable. Elle dépasse de plus de 10 milliards le chiffre de la Dette flottante actuelle du Trésor.

Le Comité propose de réduire à 49 milliards, c'est-à-dire à son chiffre actuel, le montant maximum des Bons pris en charge par la Caisse de Gestion. Toutefois, le seul moyen pratique de limitation que posséderait la Caisse serait le jeu des taux d'intérêt, et ce procédé ne donnerait pas de résultats immédiats, vu le grand nombre de guichets qui délivrent des Bons.

Il conviendrait donc d'accorder à la Caisse une tolérance de 6% du montant des Bons afin de laisser aux mesures qu'elle prendra le temps de produire leurs effets.

Lors de chaque amortissement opéré par la Caisse de Gestion, comme il sera dit ci-après, cette limite serait abaissée en fin d'année d'un montant correspondant à ces amortissements.

A la liquidation définitive de la Caisse, l'excédent d'actif, s'il en existe, reviendrait à l'Etat.

Les ressources affectées à la Caisse seraient les suivantes :

1° Une annuité budgétaire égale au montant de l'intérêt des Bons en cours, gérés par la Caisse au commencement de l'année. L'excédent de cette annuité, au cas où elle ne serait pas entièrement utilisée, irait à l'amortissement des Bons. Au cas où, par contre, l'annuité serait insuffisante en cours d'exercice, des crédits supplémentaires seraient demandés.

2° Une annuité d'amortissement d'au moins 500 millions, également prélevée sur le budget. Cette annuité serait, à due concurrence, affectée à l'annulation des Bons de la Défense.

3° Une dotation initiale. Il importe de doter la Caisse, dès l'origine, d'une réserve substantielle qui pourra encore s'accroître dans l'avenir, et qui lui permettrait de faire face aux demandes éventuelles de remboursement.

Le Comité propose à cet effet la solution suivante :

Comme il sera exposé plus loin, une des premières mesures à prendre en vue de stabiliser la monnaie consistera dans la réalisation d'emprunts à aussi long terme que possible sur les grandes places internationales.

L'Etat céderait à la Banque de France les devises étrangères produites par ces opérations, ou par des opérations antérieures, et la contre-valeur de ces devises, en francs, serait, jusqu'à concurrence de 4 milliards de francs, portée au crédit d'un compte spécial ouvert par la Banque de France à la Caisse de Gestion des Bons de la Défense Nationale. Ce compte spécial, par sa seule existence, serait de nature à rassurer les porteurs de Bons, et n'aurait vraisemblablement à jouer que dans une faible mesure, l'amortissement régulier des Bons étant assuré par l'annuité budgétaire.

Ultérieurement, lorsque d'autres opérations financières de nature analogue seraient réalisées par l'Etat — et notamment en cas d'émission des obligations prévues par le plan Dawes — 50 % au moins de la contre-valeur en francs devrait dans les mêmes conditions, être porté au crédit du compte de la Caisse de Gestion, jusqu'à ce que le solde créditeur de ce compte atteigne 20 % des Bons de la Défense Nationale restant à ce moment en circulation.

En ce qui concerne les obligations du plan Dawes, on trouvera en annexe une note exposant la nature et la garantie de ces titres.

4^o Une affectation des recettes des tabacs. Indépendamment de ces ressources, la Caisse recevrait, à titre de garantie spéciale, les produits nets du monopole des tabacs, érigé en Office Autonome. En vertu d'une affectation spéciale, toutes les recettes nettes de l'Office seraient versées à la Caisse de Gestion des Bons de la Défense Nationale à valoir sur les sommes prévues au budget pour l'intérêt et l'amortissement des Bons de la Défense.

Cette affectation permettrait à la Caisse, s'il en était besoin, de se faire consentir, sur le marché intérieur, des avances temporaires au moyen de délégations, soit auprès du public, soit auprès des banques privées, soit, à défaut, auprès de la Banque de France. Dans ce cas, les prêteurs ne feraient qu'escompter des recettes certaines.

Il va de soi qu'au cas où de pareilles avances seraient utilisées, le remplacement des recettes correspondantes devrait être prévu au budget.

La Banque de France continuerait à escompter les Bons de la Défense Nationale dans les conditions actuellement en vigueur.

Entourés de toutes garanties, ces Bons doivent conserver la faveur du public.

La Caisse de Gestion des Bons de la Défense Nationale publierait tous les quinze jours un état indiquant :

Le chiffre de la limite maxima en vigueur pour les Bons de la Défense.

Le montant des Bons de la Défense en circulation.

Le montant du solde créditeur à la Banque de France, ou, éventuellement, des emprunts que la Caisse aurait contractés au moyen de délégation sur les recettes de l'Office des Tabacs.

Le montant des amortissements pratiqués depuis la création de la Caisse.

Les taux en vigueur pour chaque échéance.

Les mêmes indications seraient rappelées pour la période précédente et, par récapitulation, depuis le début des opérations de la Caisse.

.....

ANNEXE II

TEXTES LÉGISLATIFS RELATIFS A LA GESTION DES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE PAR LA CAISSE AUTONOME

I. Principaux articles de la loi du 7 août 1926 ayant pour objet la création d'une Caisse de Gestion des Bons de la Défense Nationale et d'Amortissement de la Dette publique.

Art. 1. — Il est institué une Caisse Autonome de Gestion des Bons de la Défense Nationale, d'exploitation industrielle des tabacs et d'amortissement de la Dette publique, établissement public jouissant de la personnalité civile et de l'autonomie financière. Cette Caisse est chargée :

1° D'assurer le service des intérêts, du remboursement et du renouvellement des Bons de la Défense Nationale. Les Bons ordinaires du Trésor actuellement en circulation seront également gérés par la Caisse et ne pourront être renouvelés que sous forme de Bons de la Défense Nationale.

2° D'exploiter, jusqu'à l'amortissement complet des Bons de la Défense Nationale et des obligations que

la Caisse sera autorisée à émettre, le monopole de l'achat, de la fabrication et de la vente des tabacs.

Art. 2. — La Caisse Autonome est administrée par un Conseil d'administration de 21 membres, comprenant, outre le Président, un Comité financier et un Comité technique.

Le Comité financier, plus spécialement chargé de la gestion et de l'amortissement des Bons de la Défense Nationale est composé comme suit :

1 sénateur, élu par le Sénat, pour quatre ans et rééligible. Président.

1 député, élu par la Chambre des Députés, pour quatre ans et rééligible. Vice-Président.

Le gouverneur de la Banque de France.

Le Directeur général de la Caisse des Dépôts et Consignations.

Le Directeur du Mouvement général des Fonds.

Le syndic de la Compagnie des Agents de change de Paris.

Le président de l'Association Nationale des notaires de France.

1 représentant des établissements de crédit, désigné par le Ministre des Finances.

1 comptable du Trésor, désigné par le Ministre des Finances.

Le président de l'Association Nationale des porteurs de valeurs mobilières, ou son représentant.

Le Comité technique, plus spécialement chargé de l'exploitation du monopole des tabacs est composé de dix membres.

.....

Art. 4. — Le taux d'intérêt des Bons de la Défense Nationale est fixé par décret, après avis du Conseil d'administration.

.....

Art. 5. — Le montant maximum des Bons gérés par la Caisse Autonome est fixé à 49 milliards de francs. Ce maximum sera abaissé chaque année du montant des Bons amortis. La circulation réelle des Bons pourra, toutefois, dépasser temporairement le maximum dans la limite de 6 %.

Art. 6. — Les ressources de la Caisse Autonome en vue de la gestion et de l'amortissement des Bons de la Défense Nationale comprennent :

1° le produit net des recettes des tabacs ;

2° si ce produit est insuffisant pour assurer le service de l'intérêt des Bons gérés par la Caisse et des titres émis par elle, une annuité budgétaire d'un montant correspondant à cette insuffisance ;

3° le produit en espèces ou en Bons de la Défense Nationale de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation, dont la perception a été autorisée par l'art. 18 de la loi du 3 août 1926 ;

4° le produit en espèces ou en Bons de la Défense Nationale de la taxe successorale et des droits de mutation par décès visés à l'art. 19 de la loi du 3 août 1926 ;

5° tous excédents de recettes sur les dépenses du budget général constatées en clôture d'exercice, qui seront versés à la Caisse dès que les comptes en auront été arrêtés ;

6° les dons et legs faits à la Caisse ;

7° le produit des loteries dont les modalités seront

fixées par le Ministre des Finances, après avis du Conseil d'administration de la Caisse ;

8° le solde actif que laissera la liquidation de la Caisse instituée par la loi du 28 avril 1816 ;

9° toutes ressources supplémentaires que les Chambres affecteraient ultérieurement à la dotation de la Caisse.

La Caisse peut se faire consentir des avances et émettre des titres gagés, le cas échéant, sur les recettes des tabacs.

Le taux d'intérêt et la nature des titres prévus à l'aliména précédent feront l'objet d'un décret rendu sur la proposition du Ministre des Finances, après avis du Conseil d'administration. Ils pourront être affectés aux emplois et placements spécifiés par l'art. 29 de la loi du 16 septembre 1871. Ils seront assimilés aux valeurs de l'Etat français pour les emplois prévus à l'art. 9 de la loi du 9 avril 1881 et aux art. 1, 6 et 10 de la loi du 20 juillet 1895. Ils pourront bénéficier des mêmes exonérations fiscales que les Bons de la Défense Nationale.

.....

Art. 8. — La Caisse Autonome est habilitée à recevoir le montant des contributions volontaires prévues à l'art. 12 de la loi du 31 mars 1926 et à en suivre l'affectation aux lieu et place de la Caisse créée par les art. 170 à 181 de la loi du 29 avril, qui sont abrogés.

Art. 9. — Un état de prévision de recettes et de dépenses est dressé pour chaque exercice par le Conseil d'administration et soumis à l'approbation du Ministre des Finances.

Le Conseil d'administration rend compte, chaque année, de sa gestion au Ministre des Finances par un rapport, qui sera communiqué aux Commissions finan-

cières des deux Chambres, et publié au *Journal Officiel*.

La gestion de la Caisse Autonome est soumise aux vérifications de l'inspection générale des finances et à la juridiction de la Cour des Comptes.

.....

II. *Loi constitutionnelle du 10 août 1926 complétant la loi constitutionnelle du 25 février 1875.*

L'Assemblée Nationale a adopté,

Le Président de la République promulgue la loi dont la teneur suit :

Article unique. — « La loi constitutionnelle du 25 février 1875 relative à l'organisation des Pouvoirs Publics est complétée par un article ainsi conçu :

L'autonomie de la Caisse de Gestion des Bons de la Défense Nationale, d'exploitation industrielle des tabacs et d'amortissement de la Dette publique, a le caractère constitutionnel. Seront affectés à cette Caisse jusqu'à l'amortissement complet des Bons de la Défense Nationale et des titres créés par la Caisse :

1° les recettes nettes de la vente des tabacs ;

2° le produit de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation, le produit des droits de succession et les contributions volontaires.

Le produit des ressources ci-dessus énumérées au cours du premier exercice qui suivra la promulgation de la présente loi constitue la dotation annuelle minimum de la Caisse d'Amortissement. En cas de diminution ultérieure de ces ressources, un crédit au moins égal à cette insuffisance sera inscrit au budget.

La présente loi délibérée et adoptée par l'Assemblée Nationale sera exécutée comme loi de l'Etat.

III. — *Principaux articles du décret du 21 septembre 1935, transférant à la Caisse Autonome de Gestion des Bons de la Défense Nationale, d'exploitation industrielle des tabacs, et d'amortissement de la Dette publique, le monopole de l'achat, de la fabrication et de la vente des allumettes chimiques.* (*Journal Officiel* du 26 septembre 1935).

Le Président de la République,

Sur le rapport du Président du Conseil, Ministre des Affaires étrangères,

Vu la loi du 7 août 1926 ayant pour objet la création d'une Caisse Autonome de gestion des Bons de la Défense Nationale, d'exploitation industrielle des tabacs et d'amortissement de la Dette publique,

Vu la loi du 8 juin 1935 autorisant le Gouvernement à prendre par décrets toutes dispositions ayant force de loi pour défendre le franc,

Le Conseil des Ministres entendu, décrète :

Art. 1. — Le dernier alinéa de l'art. 1^{er} est modifié ainsi qu'il suit :

2^o d'exploiter jusqu'à l'amortissement complet des Bons de la Défense Nationale et des obligations que la Caisse sera autorisée à émettre le monopole de l'achat, de la fabrication et de la vente des allumettes chimiques.

Art. 2. — Le produit net des recettes du monopole des allumettes est affecté à la Caisse Autonome. L'annuité budgétaire éventuellement nécessaire pour constituer la dotation annuelle minimum prévue par la loi du 10 août 1926 sera imputée sur ce produit.

Vu : le Doyen,
Edgard ALLIX.

Vu : le Président de thèse,
Jean LESCURE.

Vu et permis d'imprimer :
le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

- ALLIX (E.). — *Traité élémentaire de Science des finances et de législation financière française.*
— « La trésorerie et le problème des échéances », *Revue Politique et Parlementaire*, 10 juin 1925.
— « Le Rapport des Experts », *Revue Politique et Parlementaire*, 10 juillet 1926.
- BARTHELEMY (J.). — « La Caisse des Dépôts et Consignations », *Revue Politique et Parlementaire*, 10 août 1931.
- CAGNEUL (R.). — *Le Bon de la Défense Nationale*, thèse, Paris, 1924.
- CAUBOUÉ (P.). — « La trésorerie des banques », *Journal des Economistes*, 15 décembre 1927.
— « L'évolution des sources de bénéfices des banques de 1925 à 1930 », *Journal des Economistes*, 15 juin 1930.
- CHAMINADE (M.). — *L'expérience financière de M. Poincaré.*
- CORCELLE (Ch.). — « Le crédit de banque français d'après sa durée », *Revue Economique Internationale*, avril 1933.
- DAILEY (M.). — *La Caisse des Dépôts et Consignations*, thèse, Paris, 1934.
- DEMEJEAN (R.). — « L'amortissement de la dette flottante et à terme », *Revue Politique et Parlementaire*, 10 octobre 1926.
- ISRAËL (M.). — « L'œuvre de la Caisse Autonome d'amortissement », *Revue Politique et Parlementaire*, 10 février 1934.
- LESCURE (J.). — « Le redressement économique et financier de la France », *Revue Economique Internationale*, octobre 1925.
— « Le redressement du crédit en France et en Angleterre », *Revue Economique Internationale*, octobre 1926.
- MENDÈS-FRANCE (P.). — *L'œuvre financière du Gouvernement Poincaré.*
- PICARD (R.). — « La conversion de la dette publique », *Revue Politique et Parlementaire*, 10 octobre 1931.
- RADOT (Fr.). — *La liquidité dans les banques*, thèse, Paris, 1934.
- RIST (Ch.). — *La déflation en pratique.*
- RUEFF (J.). — « Les conditions du salut financier », *Revue Politique et Parlementaire*, 10 avril 1925.
- VILLARET (J.). — *La Caisse Autonome d'amortissement*, thèse, Paris, 1930.
Rapports de la Commission de surveillance de la Caisse des Dépôts et Consignations.
Rapports du Conseil d'administration de la Caisse Autonome d'amortissement.
Chroniques financières : de la Revue Politique et Parlementaire.
Du Temps.
de l'Information.
de Je suis Parlout. etc...

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	1
--------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

<i>LA GESTION DES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE PAR LA CAISSE AUTONOME</i>	9
---	---

CHAPITRE PREMIER. — <i>La situation au 30 septembre 1926</i>	11
--	----

I. — Les charges imposées à la Caisse Autonome	11
--	----

II. — Les ressources mises à la disposition de la Caisse	14
--	----

CHAPITRE II. — <i>Les opérations de la Caisse Autonome au cours de la période 1926-1935</i>	19
---	----

I. — Constitution du fonds de roulement : l'emprunt du 7 octobre 1926	20
--	----

II. — La charge des échéances	23
-------------------------------------	----

III. — La charge des intérêts	30
-------------------------------------	----

IV. — Le maximum de la circulation	35
--	----

V. — Résultats acquis au 31 décembre 1934	41
---	----

CHAPITRE III. — <i>Les conséquences de la gestion des Bons de la Dé- fense Nationale par la Caisse Autonome</i>	43
---	----

DEUXIÈME PARTIE

<i>CARACTÈRES ET ROLE ÉCONOMIQUE DU BON DE LA DÉFENSE NATIONALE A 2 ANS</i> ..	57
--	----

CHAPITRE PREMIER — <i>Les caractéristiques du Bon de la Défense Nationale</i>	57
---	----

1° Mode de placement	60
----------------------------	----

2° Procédure d'émission — Frais d'émission	60
--	----

3° Montant et forme des coupures	62
--	----

4° Taux d'intérêt	62
-------------------------	----

5° Immunités fiscales	63
-----------------------------	----

CHAPITRE II. — <i>Nature et rôle économique du Bon de la Défense Na- tionale à 2 ans</i>	67
--	----

1° Le Bon de la Défense Nationale n'est pas une monnaie	67
--	----

2° — Le Bon de la Défense Nationale n'est pas un fonds d'Etat	71
3° — C'est un dépôt à terme.....	72
4° — Ce dépôt à terme est solidement garanti	75
CHAPITRE III. — <i>Les Bons de la Défense Nationale et le marché monétaire</i>	79
1° — Introduction des Bons sur le marché. Rôle de la Caisse des Dépôts et Consignations	79
2° — Mécanisme et nature juridique de l'opération de pension .	84
3° — Avantages que le preneur et le donneur d'argent tirent de l'opération	87
4° — Importance des opérations de pension pratiquées par la Caisse des Dépôts	89

TROISIÈME PARTIE

LES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE ET LES CRISES MONÉTAIRES RÉCENTES..... 91

CHAPITRE PREMIER. — <i>Les Bons de la Défense Nationale au cours des crises récentes</i>	93
I. — La crise de 1933-1934	94
II. — La crise de 1935	103

CHAPITRE II. — <i>L'avenir des Bons de la Défense Nationale</i>	113
---	-----

CONCLUSION	125
------------------	-----

ANNEXES	129
---------------	-----

BIBLIOGRAPHIE	145
---------------------	-----



Imp. F. BOISSEAU, 34, rue du Taur — Toulouse

